

UNIVERSITÉ DE PARIS -- FACULTÉ DE DROIT

Le Revenu des Valeurs Mobilières FRANÇAISES ET ÉTRANGÈRES en FRANCE

à la Veille de la Guerre et Aujourd'hui
1913 - 1921

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Vendredi 25 Mai 1923, à 2 heures

PAR

Pierre FÉLIX

Président : M. RIST, Professeur.

*Suffrageants : MM. DESCHAMPS, Professeur.
ALIX, Professeur.*

PARIS

JOUVE & C^{ie}, ÉDITEURS

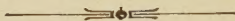
15, rue Racine, 15

1923

LE REVENU DES VALEURS MOBILIÈRES
FRANÇAISES ET ÉTRANGÈRES
EN FRANCE

à la Veille de la Guerre et Aujourd'hui

Thèses de Doctorat



La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

Le Revenu des Valeurs Mobilières
FRANÇAISES ET ÉTRANGÈRES
en FRANCE
à la Veille de la Guerre et Aujourd'hui
1913 = 1921

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Vendredi 25 Mai 1923, à 2 heures

PAR

Pierre FELIX

Président : M. RIST, Professeur.

Suffrageants : MM. DESCHAMPS, Professeur.
ALIX, Professeur.

PARIS

JOUBE & C^{ie}, ÉDITEURS

15, rue Racine, 15

1923



A LA MÉMOIRE
de mon PÈRE BIEN AIMÉ

A MA MÈRE
Témoignage de filiale tendresse

A M. L'ABBÉ MATHET
*Supérieur de l'Institution St Joseph
de Périgueux
l'hommage d'affectueuse Reconnaissance.*



Digitized by the Internet Archive
in 2026

INTRODUCTION

La guerre a apporté dans notre économie nationale, comme dans tous les domaines, de profonds bouleversements. Elle a englouti un grand nombre de fortunes, en a fait naître d'autres brusquement et en a déplacé beaucoup en les changeant de mains.

En raréfiant la richesse et en substituant, dans l'atmosphère politique et économique, soumis à tant de fluctuations, à la stabilité d'autrefois l'incertitude et l'insécurité du lendemain, elle a complètement modifié les conditions de prêt et d'emploi de capitaux, surtout de ceux, considérables, qui sont investis sous la forme de valeurs mobilières.

Depuis huit ans, des États se sont effondrés et avec eux la valeur des titres qu'ils avaient émis, d'autres se sont trouvés dans une situation précaire, les mettant dans l'impossibilité de satisfaire à leurs engagements. Des entreprises se sont vues, elles aussi, acculées à la faillite, entraînant quelquefois avec elles celle des porteurs de leurs actions et obligations. Par contre, la hausse, si brusque mais passagère, des valeurs dites de guerre, qui ont bénéficié de la situation privilégiée des sociétés qu'elles représentent,

par suite des bénéfices, souvent incroyables, réalisés sur les opérations effectuées pour les besoins de la Défense Nationale, a enrichi leurs porteurs profitant de la plus-value tant du capital que du revenu de leurs titres.

La guerre a aussi, à ses débuts, paralysé l'épargne et glissé la méfiance dans le choix des placements ; de ce fait s'est élevée la rémunération du capital, auquel il était fait appel sous la forme d'émissions de valeurs mobilières. L'offre des disponibilités monétaires, accrue par la suite, grâce à la profusion de billets de banques mis en circulation, ne pouvait satisfaire la demande qui augmentait, elle aussi, au fur et à mesure de l'inflation fiduciaire. L'intérêt des obligations et fonds d'État d'une part a haussé de plus du double, puisque le taux de 3 %, courant en 1913, a passé à 6 % et même davantage aujourd'hui, et les dividendes d'actions d'autre part ont progressé dans les mêmes proportions, bien qu'il soit nécessaire de distinguer ici, parmi les sociétés industrielles et commerciales, celles qui ont profité de la guerre et celles qui en ont souffert.

De l'évolution économique et financière de ces dernières années, provoquée par les événements politiques et militaires de 1914 et calquée sur eux, il résulte des conséquences nombreuses et particulièrement intéressantes à examiner, à l'heure actuelle, en ce qui concerne le revenu des valeurs mobilières, françaises et étrangères, en France, depuis l'année 1913, veille de la guerre, jusqu'à l'année 1921, première année relativement normale après l'immense cataclysme que nous avons traversé. Il est surtout curieux de constater comment les faits se sont traduits en chiffres dans les bilans des entreprises. Le sujet se prête tout spécialement aux comparaisons et aux statistiques, méthodes précieuses dans ce domaine. Un rapprochement de tableaux, établis avec des données prises dans la mesure où le permet une documentation actuelle de ce genre, sera, nous le pensons, la manière la plus éloquente et la plus suggestive de montrer la grandeur et la portée des changements survenus.

Sur un revenu national, évalué à 35 milliards en 1914 et approximativement à plus d'une centaine en 1921, pour combien rentre,

à ces deux dates, le revenu provenant des valeurs mobilières, françaises et étrangères, forme importante de notre épargne et un des principaux éléments des patrimoines ?

Dans quelle mesure a-t-il contribué à cette augmentation globale ? S'il y a une augmentation ici, et nous verrons qu'elle existe, très forte même, nominalement, sur quelle catégorie de valeurs s'est-elle accusée ? Quelles en sont les causes et les répercussions sur le cours des titres eux-mêmes ? Ceci nous amène à la question de la hausse rapide du loyer de l'argent pendant la guerre, que nous nous bornerons à examiner dans ses grandes lignes.

Outre les grandes sources de l'augmentation de cette catégorie de revenus, nous verrons l'influence, profonde, mais passagère comme les événements qui leur ont donné naissance, exercée par certains faits qui, issus de la situation créée par la guerre, ont déjà disparu ou disparaîtront avec le rétablissement normal de toutes choses. Ici semble devoir prendre place un aperçu de la question du portefeuille étranger et de notre balance des comptes, en 1913 et aujourd'hui. Certaines catégories d'impôts, aggravés par les lois fiscales récentes, ont trop de rapports avec notre sujet pour que nous ne nous y arrêtions pas spécialement. Enfin, nous pensons utile de dresser un tableau comparatif, dans la mesure où ce travail d'évaluation est possible à réaliser, des diverses sources de revenus, ce qui montrera, dans le chiffre d'ensemble, la véritable place de celle qui fait l'objet de cette étude. Un résumé des idées générales exposées nous servira de conclusions et nous permettra de tirer quelques conséquences pratiques en ce qui concerne la question des placements en valeurs mobilières, si utile à examiner à la lumière des événements de la guerre.

En parcourant ces différents points, au cours de cette étude, nous aurons l'occasion de toucher à de nombreux et importants problèmes économiques et financiers, tels que ceux de la monnaie, de la hausse des prix et de l'intérêt, du change, mais nous n'aurons pas à les discuter ni à les approfondir, nous contentant de signaler les rapports de chacun d'eux avec le sujet traité.

Nous pensons que cette question du revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères, en France, à la veille de la guerre

et aujourd'hui, méritait, par son puissant intérêt statistique et sa grande utilité actuelle, d'attirer l'attention et de provoquer les recherches.

Avant d'aborder l'objet proprement dit de cette étude, il semble utile de résumer certaines notions générales sur les valeurs mobilières elles-mêmes et de connaître le nombre et le produit des titres circulant dans le monde, particulièrement dans notre pays, et les raisons de la faveur croissante dont ils sont entourés.

I

Les valeurs mobilières, constituant une forme de la fortune mobilière, n'ont fait leur réelle apparition qu'à partir du XIX^{ème} siècle et encore n'ont pris une extension que dans la deuxième moitié. Ceci explique pourquoi le législateur de la période révolutionnaire s'est si peu occupé, dans la confection des lois, de réglementer cette forme économique de la richesse, qui n'existait pour ainsi dire pas encore, réservant toutes ses réglementations pour les immeubles. C'est pour cette raison que de nombreux textes législatifs ont dû, au cours du siècle dernier, compléter nos Codes sur ce point.

M. Alfred Neymarck, l'éminent statisticien en la matière, qui est mort récemment, a donné en 1913, au Congrès de Vienne, des chiffres éloquentes à cet égard. Il y avait dans le monde, en circulation, en 1895, 450 milliards ; en 1910, 800 milliards ; en 1912, 850 milliards de valeurs mobilières en face d'un stock mondial à cette dernière date de 42, 3 milliards d'or et de 15,5 milliards d'argent, et en face de 41 milliards de billets de banque.

Voici comment, à la fin de 1912, se décomposait, par pays, le montant total des valeurs mobilières :

Grande-Bretagne	145 à 150 milliards
États-Unis	135 à 140 —
France	108 à 115 —
Allemagne.....	100 à 110 —
Russie.....	32 à 35 —
Autriche-Hongrie	25 à 26 —
Italie.....	16 à 18 —
Japon	14 à 16 —
Autres pays	50 à 65 —

Au début du ^{xx}^e siècle, les émissions mondiales se font de plus en plus croissantes. Le « Moniteur des Intérêts Matériels » publie régulièrement des statistiques de ce genre depuis près de 40 ans. D'après ses relevés, le montant des émissions annuelles dans tous les pays est passé de 9. 937 millions en 1901 à 19.109 millions en 1905, à 26.469 millions en 1910, mais revient à 20.189 millions en 1912, et à 20.922 millions, à la veille de la guerre, en 1913, cette dernière année surtout ayant été marquée par une crise de confiance générale qui a déprécié les valeurs mobilières de tous les pays et a ralenti le mouvement en avant de leurs émissions.

Il ne peut être donné pour les années 1914 à 1919, la statistique des émissions mondiales que publiait chaque année le Moniteur des Intérêts matériels, qui n'a pas paru jusqu'au 1^{er} janvier 1919, Bruxelles ayant été isolé du monde entier pendant les cinq années de guerre.

Nous reproduisons, d'après ce journal, le montant des appels au crédit dans l'année 1913, détaillés comme suit par chaque pays emprunteur :

(en milliers de francs)

Allemagne et Colonies .	2.544.301	Grèce .	65.000
Amérique latine	1.564.975	Italie .	129.300
Autriche-Hongrie ..	950.363	Japon .	1.086.200
Belgique .	388.974	Norvège .	75.803
Belgique Congo	30.300	Pays-Bas et Col ^{ies} ..	431.800
Canada .	1.251.537	Portugal .	28.955
Chine .	1.002.125	Roumanie .	420.000
Égypte .	28.625	Russie .	1.624.400
Espagne .	326.000	Siam .	4.500
États-Unis .	3.702.340	Suède .	56.300
France et Colonies .	2.998.115	Suisse .	316.500
Gde-Bretagne et C ^{ies}	1.554.375	Turquie .	49.900
Col ^{ies} Sud-Africaines ...	291.875		

Ce total, soit 20.922 millions, se répartissait ainsi, par nature d'emprunts : (1)

	en millions	en %
Emprunts d'États, de provinces et de villes	6.651.5	31.75
Établissements de crédits	2.215.9	10.60
Chemins de fer et Sociétés industrielles,	11.442.9	54.70
Conversions	612.1	2.95
	20.922.4	100.00

En ce qui concerne la France, la progression du nombre des valeurs mobilières en circulation a été, comme partout, énorme et rapide. Au 31 décembre 1815, le capital nominal des valeurs mobilières français était de 1.500 millions de francs. Nous le trouvons à 4.850 millions en 1830, à 8.980 millions en 1850, à 25.612 millions en 1869, avant la guerre contre l'Allemagne. Les emprunts de libération du territoire, la liquidation de la guerre, la reconstitution de notre matériel de guerre et les grands travaux publics qui marquèrent la période de 1872 à 1892 accrurent considérablement le capital nominal de nos valeurs mobilières nationales auxquelles vint s'ajouter un fort contingent de valeurs étrangères.

En 1892, on relève les deux chiffres ci-après :

Valeurs françaises	56.286 millions
Valeurs étrangères	21.000 »
	77.286 millions

L'afflux des valeurs étrangères se poursuit entre 1892 et 1912 ; le capital nominal des valeurs mobilières que les portefeuilles français détenaient à cette dernière date était de 111.915 millions de francs, dont 69.240 millions de valeurs françaises et 42.675 millions de francs de valeurs étrangères. Il résulte qu'entre les deux dates (1892 et 1912) le portefeuille français a absorbé 34.629 millions de francs de valeurs mobilières, dont 12.954 millions de valeurs fran

(1) Annuaire de *L'Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs Mobilières* 1915-1920 (page 592).

çaises et 21.675 millions d'actions et d'obligations et de fonds d'États Étrangers, ce qui correspond à une augmentation de 23 % pour les premières et de 103 % pour les secondes. La moyenne annuelle des achats pendant cette période de vingt années a été de 648 millions de francs en valeurs françaises et de 1.083 millions en valeurs étrangères, soit au total 1.731 millions par année.

Voici d'ailleurs la progression des valeurs mobilières, chez nous depuis la deuxième moitié du XIX^e siècle jusqu'en 1913 :

Années	Montant en capital	dont en titres
	du portefeuille français	étrangers. Fonds d'États compris
	(en milliards de francs)	
1850	9	
1860	31	
1869	33	9
1880	56	15
1890	74	20
1902	de 87 à 90	de 25 à 27
1904	de 90 à 93	de 27 à 30
1906	de 97 à 100	de 30 à 32
1908	de 103 à 105	de 32 à 35
1910	de 106 à 110	de 38 à 40
1912	de 108 à 115	de 40 à 42

Ces 115 milliards se décomposaient comme suit :

	milliards
Bons et obligations du Trésor, de chemins de fer, fonds coloniaux, Sociétés françaises	50
Rentes françaises 3 % perpétuelle et 3 % amortissable	23
Fonds d'États étrangers	30
Actions et obligations étrangères	7
Valeurs à lots françaises et étrangères	5
	115 (1)

(1) Statistiques extraites de l'Annuaire pour 1913 de l'Association Nationale des Porteurs Français de valeurs mobilières.

La guerre a accru d'une façon formidable le montant des titres en circulation, du fait des nombreuses émissions effectuées tant par l'État pour payer ses dépenses que par les Sociétés privées pour subvenir aux besoins de la Défense Nationale. Il est à remarquer, dès maintenant, que cette augmentation porte surtout sur les titres des emprunts de l'État et sur les valeurs industrielles françaises, alors que l'acquisition des titres étrangers était peu importante. Des mesures ont été prises au cours des hostilités pour restreindre le droit d'émission des valeurs mobilières en France, soumis désormais à une autorisation ministérielle, et pour interdire l'exportation à l'étranger des capitaux français.

Le montant des capitaux effectivement versés par les souscripteurs y compris les emprunts publics, s'établit ainsi pour les années 1913 à 1921 :

1913 :	3.367 millions	dont	1.807	de valeurs étrangères		
1914 :	5.463	—	—	1.932	—	—
1915 :	17.904	—	—	50	—	—
1916 :	16.131	—	—	70	—	—
1917 :	19.865	—	—	231	—	—
1918 :	24.919	—	—	35	—	—
1919 :	35.068	—	—	116	—	—
1920 :	45.421	—	—	29	—	—
1921 :	39.350	—	—	97	—	—

ce qui donne pour

ces 9 ans un total :

de 207.488 — — 4.367 de valeurs étrangères (1)

On voit donc, après une légère augmentation en 1914, qui s'est d'ailleurs produite dans le 1^{er} semestre, un formidable accroissement des valeurs nationales, dont la plus grande partie est cons-

(1) Communications de l'Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs mobilières, 6 mai 1921 et 3 mars 1922.

ituée par les émissions d'emprunts de la Défense Nationale. Qu'on en juge par les chiffres suivants (en milliers de francs).

	1914	1915	1916	1917
Rentes (1)	805.000	6.234.731	5.425.331	5.133.984
Bons Déf. Nat. (2)	1.618.848	7.452.637	9.288.615	11.525.084
Oblig. — (2)		3.823.509	787.037	452.445
	2.423.848	17.510.877	15.500.983	17.111.513
	1918	1919	1920	1921
Rentes (1)	7.099.283		17.298.236	5.661.342
Bons Déf. Nat. (2)	15.863.345	23.805.331	13.987.500	17.064.914
Oblig. — (2)	209.678	487.656	496.888	216.418
	23.172.306	24.292.987	31.782.624	22.946.674

Les Sociétés Françaises ont fait, dès 1919, de larges appels de capitaux, afin de coopérer, aussitôt l'armistice, à la restauration économique du Pays. De 1.211 millions en 1918, leurs émissions sont passées à 6.930 millions en 1919 et 11.856 millions en 1920, mais elles reviennent à 10.536 millions en 1921.

Les titres étrangers par contre, ont accusé une très forte diminution, conséquence de la prohibition de sortie des capitaux édictée pendant la guerre.

C'est en définitive d'un chiffre de 207 milliards $\frac{1}{2}$ que s'est accru le montant total des valeurs mobilières circulant, en France, en 1912, 111.915 millions, et dont il faudrait déduire le montant des titres amortis et remboursés pendant cette période, chose assez difficile à obtenir pour arriver à évaluer avec exactitude la valeur nominale du portefeuille français actuel, qui s'élèverait à plus de 300 milliards (3).

II

Voyons maintenant quels sont les motifs d'ordre général qui expliquent cette progression du montant des valeurs mobilières en

(1) Versements en numéraire seulement.

(2) Produit net (renouvellements et remboursements effectués au cours de l'année exclus).

(3) Economiste Européen, 17 mars 1922.

circulation et la faveur dont elles sont entourées, alors que la fortune immobilière tenait incontestablement le premier plan, jusqu'à la fin du XVIII^e siècle.

Par leur apparition et leur multiplication rapides, au début du siècle dernier, les valeurs mobilières répondaient à de véritables nécessités économiques. Les États prenaient conscience de leur rôle de serviteurs des intérêts généraux et de la solidarité qui lie tous leurs membres. De grands travaux publics s'imposaient à leur activité, au fur et à mesure des découvertes. L'évolution industrielle, conséquence de la concentration des entreprises, exigeait également une nouvelle organisation des moyens de production. Jusqu'à présent les capitaux, sous la forme d'espèces, or, argent, billets de banque, avaient suffi pour subvenir à la marche des affaires. Maintenant, il n'en était plus de même et il fallait une nouvelle forme, capable de se prêter à d'autres systèmes, plus puissants et plus complexes, de la production.

D'autre part, des capitaux isolés, si importants qu'ils fussent ne pouvaient financer des entreprises de large envergure et courir les risques qu'elles comportent. L'action, part de propriété, et l'obligation, titre de créance transmissible, d'une valeur nominale déterminée, allaient répondre à ces desiderata. Les sociétés par actions, groupements de capitaux, permettaient de constituer des organismes puissants et d'assurer les disponibilités nécessaires à l'achat en grand de matières premières et à l'emploi d'une nombreuse main-d'œuvre qu'appelaient les débouchés créés par le commerce international. Ici, s'est vérifié l'axiome « la fonction crée l'organe ». L'action et l'obligation, parcelles de capital, multipliées par 1.000, 10.000 et plus et groupées, allaient devenir le soutien des plus fortes entreprises commerciales et industrielles, dont l'ampleur n'aurait pas été jugée possible autrefois.

Seules les sociétés par actions, et plus particulièrement celles sous la forme anonyme, permettent l'établissement et le fonctionnement d'entreprises à longue portée, devant durer de nombreuses années et qui ne pourraient s'accommoder de la forme trop peu souple des individualités ou de sociétés par intérêts, lesquelles se dissolvent par la mort d'un des associés. Rien d'étonnant que les sociétés

par actions aient pris, ces dernières années, une extension considérable dans tous les Pays ainsi qu'en témoignent des statistiques.

En ce qui concerne notre pays, la constitution des sociétés commerciales et particulièrement des sociétés par actions a été réglée, dès 1807, par le Code de Commerce (Titre III, Livre I, art. 18 à 64) que sont venues modifier sur ce point diverses lois successives dont celle du 24 juillet 1867, véritable charte des sociétés commerciales, qui reste fondamentale en cette matière et qui a, malgré ses imperfections et ses lacunes, contribué à l'essor des sociétés par actions. Parmi celles-ci les sociétés anonymes constituent le plus grand nombre, puisque sur 980 sociétés par actions fondées en 1900, 895 étaient anonymes, les autres étant des commandites par actions.

Les deux chiffres suivants (1) montrent l'importance croissante depuis le début du siècle, des sociétés par actions existant en France, et dont le nombre s'élevait au :

31 décembre 1898 à 6.324

31 décembre 1920 à 22.666

(y compris l'Alsace-Lorraine avec 257 sociétés).

Outre l'immense avantage de faciliter la création et l'extension de puissantes entreprises, l'association des capitaux, sous la forme d'actions et obligations, permet de répartir sur un grand nombre et ainsi de diviser les risques qui accompagnent nécessairement la constitution d'affaires considérables. Chaque porteur de titres étant responsable pécuniairement jusqu'à concurrence du montant de son apport, mais seulement jusque là, cette question des risques qui était un obstacle à tant d'initiatives trouvait par ce moyen la meilleure solution. Certes un échec avait l'inconvénient de se répercuter sur un grand nombre de bourses, mais chacune n'en était pas affectée au point de causer de réels désastres et des ruines. Aucun capitaliste, si riche fût-il, n'aurait eu et n'aurait pu fournir les 1.300 millions dépensées par la Compagnie de

(1) Communiqués par le Service de statistique et de législation comparée du Ministère des Finances.

Lesseps pour le percement de l'Isthme de Panama à cause des risques à courir, tandis que ces risques, divisés à l'infini, n'ont plus effrayé mêmes les plus petites bourses et, par le fait, cet immense écroulement n'a porté préjudice qu'à peu de gens.

Les valeurs mobilières ont un autre avantage qui est celui du dédoublement de la fortune afin d'en assurer une meilleure utilisation. Il est fréquent que ceux qui possèdent des capitaux n'ont ni le temps ni les capacités nécessaires pour les faire valoir par eux-mêmes. Ils sont tout disposés à les transmettre à ceux qui précisément cherchent des disponibilités en vue de création ou d'extension d'entreprises, en exigeant bien entendu une rémunération de leur prêt et en conservant par devers eux un titre de créance. L'action et l'obligation, avec leurs caractéristiques particulières, répondent à ce but et mettent en rapport l'offre et la demande de capitaux au mieux des intérêts de chacune d'elles. Ainsi se trouve corrigée cette répartition de fortunes, souvent si préjudiciable à la prospérité d'un pays, en mettant les ressources financières dans les mains de ceux qui sont les plus aptes à les faire fructifier.

Si nous nous plaçons maintenant du côté des détenteurs de capitaux cherchant à placer leur épargne, nous allons voir que les valeurs mobilières leur apportent d'immenses avantages qu'on ne trouverait pas au même point et réunis dans les autres modes de placement.

L'acquisition de titres d'abord se fait avec la plus grande facilité, avec le minimum de frais et dans un très court délai, quand ce n'est pas immédiatement. Les sociétés émettrices elles-mêmes et les banques de toutes sortes avec leurs multiples comptoirs et guichets installés jusque dans les plus petites villes, les offrent dans les meilleures conditions. Des agents se chargent, quelquefois, il faut avouer, d'une manière un peu trop intéressée, de donner sur les valeurs à souscrire et à acheter, tous renseignements utiles et d'expliquer les attraits que résument et soulignent d'autre part des prospectus adressés au domicile même des capitalistes. Les bourses les plus modestes comme les portefeuilles les plus conséquents peuvent s'en procurer. Des mesures ont été édictées par la loi ou prises dans la pratique pour favoriser les modestes

économies, auxquelles des coupures de 100 fr. et même de 25 fr. dans certains cas, sont particulièrement accessibles. Si le titre unitaire est d'un nominal trop élevé, il est créé des fractions, des quarts et des cinquièmes, comme il en existe pour les obligations de la Ville de Paris et du Crédit foncier, qui ont leur place à tous les degrés de la fortune. Ceux-mêmes qui ne pourraient payer d'un seul coup le montant des titres souscrits ou achetés, ont la faculté de se libérer par fractions et dans certains délais. Pour eux ont été prévus les titres « non libérés », payables par versements échelonnés.

Dans les émissions à montant limité ou dans les augmentations de capital des sociétés, il est souvent pris des mesures de faveur à l'égard des porteurs d'une ou d'un petit nombre d'actions. On garantit à ceux-là un minimum de titres qu'ils recevront, quelque soit le total des actions souscrites ; leurs souscriptions sont dites « irréductibles ». Si des réductions étaient nécessaires pour ramener le montant des titres souscrits au chiffre maximum prévu de l'émission, elles ne pourraient s'effectuer que sur les gros porteurs.

Le placement en valeurs mobilières offre également une rémunération avantageuse et commode à percevoir. Le taux de capitalisation est, la plupart du temps, aussi élevé que dans les autres modes d'emploi de capitaux, prêts avec ou sans garantie, location de terres ou de maisons. Toucher l'intérêt de son argent y est simple et exempt de formalité et de dérangement. Le porteur d'une valeur mobilière nominative n'a qu'à porter, à l'échéance, son titre à la Banque qui le lui estampillera et lui paiera la somme due, représentant les arrérages. Si le titre est au porteur, il lui suffira de détacher le coupon correspondant au dividende ou à l'intérêt à percevoir et de le donner à l'encaissement dans un Établissement de Crédit qui généralement lui en versera le montant immédiatement, sous déduction de frais assez minimes. Si le propriétaire du titre l'a déposé dans une banque où il possède un compte, il sera débarrassé du souci des échéances et des petites formalités ci-dessus. Le montant des coupons afférents à ce titre sera porté, à chaque échéance, à son crédit où il n'aura qu'à pré-

lever, le moment venu, les sommes dont il aura besoin. Ici pas d'actes coûteux à passer ni de démarches à effectuer, comme pour les prêts hypothécaires ; pas de surveillance à exercer, ni d'ennuis à supporter — ils sont fréquents actuellement pour les propriétaires urbains — comme il en est pour l'argent placé en immeubles en location.

Si les valeurs mobilières sont faciles à acquérir, elles ne sont pas moins aisées à réaliser, si surviennent des besoins, souvent imprévus de fonds liquides. Les bourses de valeurs, marchés créés pour les transactions sur ces marchandises spéciales, sont les lieux où se rencontrent l'offre et la demande et où se trouvent en contact, par l'intermédiaire des agents de change, ceux qui cherchent à céder leurs titres et ceux qui veulent s'en procurer. Par ce mécanisme est fixé le prix, le cours, sur la base duquel se font chaque jour achats et ventes.

On sait l'importance que les Bourses ont prise dans tous les pays et quels indices économiques sont pour ces derniers les fluctuations de la cote. Au congrès des valeurs mobilières à l'Exposition de Paris en 1900, on a évalué à 500 milliards de francs la somme représentée par les titres cotés dans les Bourses de tous les pays, sur lesquels 150 milliards de fonds d'État, le reste en actions et obligations de Sociétés industrielles.

En France, la somme des valeurs cotées s'élevait à 80 milliards en 1900 et au 31 décembre 1912, d'après les statistiques de M. A. Neymarck, à 170 milliards se décomposant comme suit :

Marché off. de Paris : . .	142 milliards, dont 70.105 de valeurs franç.	
		72.094 de valeurs étrang.
Marché en banque . . .	23	—
En bourses de prov. . . .	5	—
	170	—

En 1815, on ne comptait que 5 valeurs cotées à la Bourse de Paris, en 1809 on en comptait déjà 402 et en 1910 on en comptait plus de mille, en plus de centaines d'autres cotées dans les départements. Au marché officiel de la Bourse de Paris, on avait les

chiffres suivants au 31 décembre 1902 et au 31 décembre 1912 :

Nature de valeurs	Nomb. tot.	Val. nominale	Val. au cours du 31 déc.
-------------------	------------	---------------	-----------------------------

En 1902..1078	148.600.000	130.303.000.000	130.119.000.000
En 1912..1456	135.235.899	145.332.290.400	142.198.593.400

Voici d'autre part le chiffre des admissions et introductions de valeurs pendant les trois dernières années qui ont précédé 1913 :

Années	Nomb. de titres	Val. nominale	Val. au cours et fin déc. (en millions)
--------	-----------------	---------------	---

MARCHÉ OFFICIEL

1910	12.110.949	5.008	4740 4754
1911	9.255.393	3.739	4088 4068
1912	10.460.371	3.835	4487 4398

MARCHÉ EN BANQUE

1910	9.444.124	973	1385 1310
1911	7.540.271	736	888 837
1912	12.766.380	869	1202 1203

La guerre a eu ici aussi ses répercussions. On en jugera par les chiffres des introductions et admissions de titres au Marché Officiel de la Bourse de Paris, au cours des années 1913 à 1921, que nous reproduisons ci-dessous :

Valeurs françaises

Valeurs étrangères.

Années	Nombre de titres	Val. nominale (en millions)	Nomb. de titres	Val. nominale (en millions)
1913	4.346.148	1.701	2.420.710	1.552
1914	492.344	774	4.246.070	2.066
1915	131.000	54	100.000	50
1916	334.857	153	100.833	29
1917	5.351.062	1.944	—	—
1918	3.208.825	1.013	173.000	86
1919	17.595.009	8.184	456.534	81 (1)
1920		13.000		125 (2)
1921		13.037		133 (3)

(1) Chiffres extraits de l'Annuaire de l'Association Nationale des porteurs français de valeurs mobilières, 1915-1920.

(2) Le « Moniteur des Intérêts matériels ». 23 février 1922.

(3) « Economiste Européen » du 10 février 1922.

A ces chiffres, il faudrait ajouter le montant des emprunts de la *Défense Nationale* qui n'y sont pas compris et dont l'admission à la cote s'effectue d'office.

Nous constatons dans ce tableau, où nous avons distingué à dessein les valeurs françaises des valeurs étrangères, un mouvement analogue à celui déjà signalé à propos des émissions de titres pendant la guerre, ce qui est logique puisque les valeurs émises avaient leur cotation en Bourse. Pour les valeurs françaises, la crise de 1914 apporte une sensible réduction, mais dès 1916 le nombre des admissions s'accroît et dépasse bientôt, après une diminution en 1918, le chiffre normal d'avant guerre pour atteindre un total considérable en 1920 et 1921.

L'introduction en 1914 d'un grand nombre de valeurs étrangères s'explique par l'importance des emprunts d'États étrangers réalisés sur le marché français durant le premier semestre de cette année. Mais dès 1915 les mesures prises par le Gouvernement en vue de réserver les ressources de la Nation pour les besoins de l'État et des entreprises du pays ont réduit à peu de chose le nombre et le montant des admissions de cette catégorie de titres. Ici comme pour les émissions, les mêmes causes ont produit les mêmes effets.

Les transactions sur le marché des valeurs se sont ressenties également de la perturbation économique et de la paralysie des affaires consécutives à l'état de guerre. Nous en avons un indice dans le *rendement de l'impôt sur les opérations de Bourse* qui est allé en diminuant dans les premières années des hostilités. Voici quel en a été le montant de 1913 à 1921 :

(en milliers de fr.)	
1913	9.695
1914	5.218
1915	1.273
1916	2.250
1917	2.722
1918	2.492
1919	7.146
1920	24.492
1921	19.425

La brusque descente qui s'est produite entre 1913 et 1914 tient naturellement aux événements qui ont amené la conflagration européenne. N'oublions pas que la Bourse de Paris fut fermée du 3 septembre au 7 décembre 1914 et que le marché à terme lui-même ne fut réouvert que le 2 janvier 1920, encore pour certaines valeurs seulement, l'admission des autres ne se faisant que progressivement. La moins-value dans le produit de cet impôt ne fit que s'accroître en 1915, mais à partir de ce moment là le volume des affaires s'intensifie à la Bourse et permet de se rapprocher du chiffre de 1913, encore loin du chiffre normal d'avant guerre, 15.132.000 fr. Il faut remarquer que l'année 1913 elle-même a été une année de dépression économique, reflétant déjà les craintes de l'avenir. On constate en 1919 une énorme augmentation avec 7.146.000, qui atteint son apogée en 1920, avec 24.492.000, conséquence de l'élévation du taux de l'impôt, résultant de la loi du 25 juin 1920, et de la spéculation effrénée qui marqua les premiers mois de cette année et qui se porta à la Bourse comme dans toutes les affaires. Par contre, une notable réduction se produit en 1921 où le chiffre n'atteint plus que 19.425.000 fr.

En ce qui concerne *le volume des opérations traitées*, il devint très restreint durant la guerre. Alors qu'en temps normal la moyenne journalière des opérations au comptant, à la Bourse de Paris, était de 23 millions, elle n'était en 1916 que de 14 millions, dont 6 millions pour la rente 5 %.

Les *bourses de province* connaissent aussi une activité très intéressante qui ne peut être que profitable aux intérêts économiques des régions où elles existent. Loin de faire une concurrence dangereuse au marché central de Paris, le régionalisme financier, que certains semblent redouter, apporte dans les transactions une décentralisation bienfaisante, comme elle le serait dans le domaine administratif. Le volume des affaires s'est ressenti, ici également, de l'état de guerre, mais depuis 1918 il tend à s'amplifier. Malheureusement, la première de nos bourses de province, celle de Lille, située dans la région la plus industrielle de la France, a été fermée, du fait de l'occupation allemande, pendant toute la durée des hostilités. Pour les autres, voici quelles ont été les transactions au

comptant en 1920, année caractérisée en partie, nous le savons, par une spéculation générale, suivie d'une crise grave dans les affaires.

Bourse de Lyon 702.321.648 fr., pour 1254 valeurs.

Bourse de Marseille 1.594.615.000 fr., port. s. 797.300 titres.

Bourse de Nantes 2.758.576 fr., port. s. 6.009 titres (1)

Les valeurs mobilières constituent donc pour l'épargne un moyen de s'employer presque idéal. Elles sont surtout en faveur auprès de la petite épargne, dans la classe moyenne et même dans la classe ouvrière. Quelle famille, si modeste que soit sa fortune, ne possède pas en portefeuille une obligation de Chemin de fer ou même un cinquième d'obligation du Crédit Foncier ou un quart d'obligation de la Ville de Paris ? Des chiffres encore vont nous renseigner à cet égard.

Les grandes sociétés industrielles ou de transport, qui avaient d'abord émis des coupures de 1.000 fr., comprenaient au moins dès 1851 la nécessité de faire appel à des petits capitalistes, et le type de 500 fr. a passé. Il a eu un tel succès qu'en 1861 on ne comptait plus que des coupures de 500 fr. et bientôt les titres de 100 fr. furent créés pour répondre à ce morcellement de la fortune. On comprend que M. Alfred Neymarck ait pu parler d'une véritable poussière de titres et des « chemineaux de l'épargne ». Avant la guerre la moyenne par inscrit au Grand Livre de la Dette publique (Rente française) était de :

1.046 fr., en 1830
340 fr., en 1860
177 fr., en 1890
145 fr., en 1913

Au 1^{er} janvier 1913, les 657 millions de rente 3 % se répartissaient entre 4.443.000 inscriptions :

	Nombre	Mont ^t de rentes.
Inscriptions nominatives	1.345.576	461.913.675 fr
Inscriptions mixtes	92.181	7.446.329 fr
Inscriptions au porteur	3.006.347	188.306.519 fr

(1) Chiffres tirés d'une communication de M. DELON à la séance de la Société d'Economie Politique du 5 juillet 1921.

Les plus nombreuses parmi les inscriptions au porteur sont celles de 30 francs, au nombre de 663.747; puis viennent celles de 20 fr., au nombre de 395.613, celles de 50 fr., au nombre de 278.109; celles de 300 fr. ne comptent que 79.932; celles de 1.000 fr, 19.457, celles de 3.000 fr., 7.924.

Telle grande compagnie minière qui n'avait pas 300 actionnaires en 1860 en comprenait plus de 5.000 en 1908, sans avoir procédé à une augmentation de son capital. En 1913, le Crédit Foncier avait 43.850 actionnaires pour 450.000 actions; la Société Générale plus de 100.000 actionnaires. Ceux du Crédit Lyonnais, du Comptoir d'Escompte se comptaient par dizaine de mille. Pour la Banque de France, de 1860 à 1908, alors que le nombre des actions restait stationnaire, le nombre des actionnaires augmentait de 230 %. En 1908, plus d'un tiers de ceux-ci ne possédait qu'une action, plus de la moitié en possède au plus deux, les trois quarts ne possédaient pas plus de 5 actions (1).

Pendant la guerre la division de la fortune mobilière s'est poursuivie. Consultons d'abord la répartition des actions essentiellement nominatives de notre grand institut d'émission en 1913 et en 1921.

				24 déc. 1913	24 déc 1921	Diff.
Action ^{res}	posst ^t	1 action		11.163	11.952	+ 789
—	—	2	—	6.798	7.398	+ 600
—	—	3 à	5 —	7.385	7.509	+ 124
—	—	6 —	10 —	3.660	3.821	+ 161
—	—	11 —	20 —	1.760	1.739	— 21
—	—	21 —	30 —	703	633	— 70
—	—	31 —	50 —	426	376	— 50
—	—	51 —	100 —	234	254	+ 20
—	—	plus	100 —	122	99	— 23
				32.251 (2)	33.781 (3)	+ 1.530

(1) « Caractère des placements français avant guerre » — Etude de Mr Y. GUYOT — Economiste français — année 1916 — 4ème trimestre — pages 321 à 324.

(2) Compte-rendu à l'Assemblée générale des actionnaires des opérations de la Banque de France pendant l'année 1913.

(3) — — — — — pendant l'année 1921.

Une forte augmentation se marque en ce qui concerne les propriétaires de jusqu'à 10 actions, surtout pour ceux qui possèdent 1 ou 2 actions, tandis qu'on constate une diminution des propriétaires de plus de 10 actions, à part une légère augmentation des actionnaires de 51 à 100 actions. Au total, de 1913 à 1921, le nombre des actionnaires de la Banque de France a passé de 32.251 à 33.781, soit un accroissement de 1.530.

Voici, d'autre part, quelle était, au 31 décembre 1919, la répartition dans les portefeuilles, des titres de la Compagnie de chemins de fer d'Orléans, qui a publié à ce sujet des statistiques assez récentes :

Certificats d'actions		Certificats d'obligations	
de 1 à 10 titres	32.722 - 80.25 %	91.094 - 63.19 %	
de 11 à 50 —	6.906 - 16.95 %	40.482 - 28.08 %	
de + 50 —	1.144 - 2.50 %	12.573 - 8.73 %	
	40.772	144.149	
Propriétaires			
de 1 à 10 titres	12.973 - 68.88 %		
de 11 à 40 —	4.355 - 23.13 %		
de + 40 —	1.505 - 7.99 %		
	18.833		

Les calculs seraient plus malaisés à établir pour les titres au porteur, mais il est probable que les résultats n'auraient guère été différents.

Pour l'ensemble des Compagnies, la moyenne des titres inscrits sur chaque certificat était de 13 environ en 1890 ; elle est descendue à 11 en 1900, à 9 en 1910 et à 7,2 fin 1920, indice que le nombre des propriétaires a augmenté.

Nous sommes donc loin de la concentration capitaliste dont nous menaçaient Karl Marx et ses disciples et qui devait amener l'effondrement des bases de la société actuelle.

A considérer les nombreux et grands avantages que procurent les valeurs mobilières tant aux entreprises qu'aux détenteurs de capitaux, il ne faudrait pas croire qu'il n'y a pas d'ombre au tableau.

L'engouement pour les placements en valeurs mobilières est devenu tel qu'on achète souvent tout ce qui s'offre sur le marché, sans aucune considération de sécurité ni de prudence. On met en portefeuille n'importe quel titre que présentent des intermédiaires trop intéressés à l'opération, sans se soucier de la nature ni de la solidité des entreprises dont il émane.

Sur la foi de gens peu recommandables souvent, maint capitalistes ont placé leur épargne sur des valeurs, aux apparences les plus alléchantes et l'ont vue bientôt disparaître dans une faillite ou même une banqueroute. Que de déboires éprouvés ! Notre législation d'ailleurs est bien impuissante, malgré les mesures de publicité qu'elle édicte et les formalités auxquelles elle soumet les émissions et introductions de valeurs en France, pour protéger efficacement les capitalistes en quête de placements et pour les renseigner sur la véritable situation d'une affaire. Des exemples récents et retentissants sont là pour le montrer. Nous nous bornons ici à rappeler ces faits, nous réservant d'en parler plus longuement à la fin de notre étude, à propos de la question des placements en valeurs mobilières, telle qu'elle se pose aujourd'hui, après les événements de ces dernières années.

Malgré ces écueils, dus surtout à l'imprudence et à l'ignorance, les avantages des valeurs mobilières, exposés plus haut, suffisent largement pour expliquer leur nombre croissant et la faveur dont elles sont entourées, dans tous les pays et en France particulièrement.

CHAPITRE I

Détermination du revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères en France, au cours des années 1913 à 1921

A la fin de 1912, le revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères en France, était évalué, d'après les statistiques de M. Alfred Neymarck, à 5 milliards 130 millions, se décomposant comme suit :

Valeurs françaises	2 .275 .000 .000
Rentes 3 % Perp. et 3 % amort.....	760 .000 .000
Fonds d'État étrangers	1 .400 .000 .000
Valeurs étrangères non abonnées	200 .000 .000
Valeurs étrangères abonnées	495 .000 .000
	5 .130 .000 .000

correspondant à un capital de 115 à 122 milliards, ainsi que nous l'avons vu plus haut.

En partant de cette base, quel est le chiffre de cette catégorie de revenus en 1913, dernière année d'avant guerre, et en 1921,

première année relativement normale d'après-guerre, que nous prendrons comme terme de comparaison dans la mesure où les statistiques officielles publiées sur la matière nous permettent d'établir des calculs précis.

Trois principales sources de renseignements vont nous donner les éléments nécessaires à notre évaluation. Ce sont :

1^o le montant des arrérages afférents à cette partie de la Dette Publique constituée par les emprunts du Trésor, émis en perpétuel ou amortissable, et que l'État paie à ses prêteurs, porteurs de rentes. Des chiffres nous seront fournis à cet égard par le Ministère des Finances, en ce qui concerne le budget et les crédits ouverts pendant la guerre, en l'absence de budget normal, au titre des charges de la Dette Publique (1). Les emprunts émis tant avant la guerre que depuis, sont, à l'exception du 3 ½ amortissable de 1914, exempts d'impôts présents et futurs ;

2^o Le produit de la taxe, dont le taux a passé de 4 % en 1913 à 10 % aujourd'hui, frappant le revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères abonnées ;

3^o Le produit de la taxe, créé par la loi du 29 mars 1914 et dont le taux s'est élevé de 5 % à 12 %, frappant les coupons des fonds d'États étrangers et des valeurs étrangères non abonnées, payés jusque là sans aucune retenue.

A l'aide de ces documents et en leur faisant subir certaines corrections, nous pensons obtenir des chiffres assez correspondants à la réalité.

Le premier élément de nos calculs est ainsi constitué : le montant des rentes 3 % perpétuelle et 3 % amortissable circulant au 31 décembre 1913 était de :

657 .666 .500 fr. pour le 3 % Perpétuel

101 .650 .350 fr. pour le 3 % amortissable

soit 759 .316 .850 francs pour les rentes françaises non soumises aux impôts.

(1) Documents publiés au « Bulletin de Statistique et de législation comparée du Ministère des Finances »,

La taxe, au taux de 4 %, sur le revenu des valeurs mobilières françaises a produit en 1913 : 112.073.734 francs, représentant une valeur imposée de 2.774.094.200 francs et, pour les valeurs étrangères abonnées au timbre, 25.093.663 francs, représentant une valeur imposée de 626.876.500 francs.

La 3^e source de renseignements ne peut nous servir pour 1913, car elle ne date que de la loi du 29 mars 1914, instituant une taxe de 5 % sur le revenu des fonds d'États étrangers et des valeurs étrangères non abonnées. Pour ceux-là, en partant du chiffre établi par M. Neymarck, pour 1912 : 1.400.000.000, nous pouvons faire usage du montant des émissions de cette catégorie de titres sur la place de Paris, au cours de l'année 1913, soit : 731.714.000 fr. qui, capitalisés en moyenne à 4,50 %, donnent un revenu supplémentaire d'environ 33 millions, dont il faut déduire les intérêts correspondants au capital amorti pendant l'année sur les valeurs anciennes. M. R. Pupin (1) estime à 300 millions le montant des amortissements et remboursements annuels sur les fonds d'États étrangers, ce qui nous donne, capitalisé en moyenne à 4,50 %, 13.500.000 f. qui ramènent le revenu supplémentaire pour l'année considérée, sur cette catégorie de titres, à près de 20 millions.

Le capital des titres non abonnées, cotés à Paris, s'étant accru durant cette même année de 500 millions environ (2) et celui des valeurs acquises par le portefeuille français et non cotées sur notre place d'une égale somme, nous avons, toujours capitalisés à 4,50 %, et en tenant compte des titres amortis de cette catégorie, un supplément de revenu de 40 millions.

Le montant des revenus de fonds d'États étrangers et valeurs étrangères non abonnées, s'établit donc, en définitive, en 1913, à 1.660.000.000.

Ceci nous permet de dresser le tableau d'ensemble suivant.

(1) « Richesse privée et finances françaises de l'avant-guerre à l'après-guerre », page 30.

(2) R. Pupin. Opere citato, page 29,

représentant le revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères, en France, en 1913 :

(en chiffres ronds)

Fonds d'État Français (3 % perp. et 3 % amortis.)	759.300.000
Valeurs françaises	2.774.100.000
Valeurs étrangères abonnées	626.876.000
Fonds d'États étrangers	1.420.000.000
Valeurs étrangères non abonnées	240.000.000
	5.820.276.000

Quel est le revenu de ces mêmes valeurs mobilières en 1921, après le conflit qui pendant 5 ans a ensanglanté le monde et apporté dans ce domaine tant et de si profondes perturbations ? Avec les mêmes éléments nous allons établir notre chiffre.

La première source de renseignements prend une importance considérable, par suite de l'énorme augmentation de la Dette Publique, particulièrement des fonds d'État provenant des emprunts émis pendant la guerre pour la Défense Nationale et depuis pour la restauration du Pays, les uns et les autres continuant à bénéficier de l'exemption de la taxe sur le revenu des valeurs mobilières, dont jouissent les anciens 3 %.

D'après les charges du budget de 1921, correspondant au paiement par l'État des coupons de ses rentes et obligations, nous avons dressé le tableau suivant :

Rentes 3 % Perpétuel	592.200.000
— 5 % —	1.023.600.000
— 4 % 1917	399.250.000
— 4 % 1918	949.500.000
— 5 % 1920	662.350.000
— 3 % Amortissable	89.600.000
— 6 % 1920	1.673.300.000
Bons du Trésor 6 % 1921	165.000.000
	5.389.800.000
Intérêts d'obligations de la Défense Nationale .	} Quinquennales Sexennales Décennales
	30.000.000
	5.584.800.000 (1)

(1) « Bulletin de statistique et de législation comparée du Ministère des finances » février 1921 et « Moniteur des intérêts matériels » 10 février 1922.

Nous n'avons porté dans ce tableau que la moitié du montant des intérêts afférents aux Bons du Trésor 6 % émis en juin de cette même année, parce qu'une seule échéance, décembre, a été payée en 1921. Nous n'avons pas compris non plus le montant, encore en circulation, du 3 ½ % amortissable 1914, soumis à l'impôt et dont les intérêts payés annuellement figurent dans le revenu des valeurs mobilières françaises assujetties à la taxe.

Nous n'avons pas tenu compte des intérêts payés sur les Bons de la Défense Nationale et sur les Bons du Trésor ordinaires en circulation. Ces derniers qui existaient seuls en 1913 s'élevaient alors à 400 millions (Bons et obligations à court terme) et exigeaient au taux moyen de 3 %, une charge dans le budget d'environ 12 millions pour le service des intérêts payés aux porteurs.

La valeur des bons de la Défense Nationale, créés en 1914, et des autres Bons en circulation en 1921, s'élevait à :

	En capital	En intérêts
Bons Défense Nationale	58.500.000.000, prod. de 2.500, mil. env.	
Bons du Trésor ord.	1.900.000.000, prod. de 110 mil. env.	(1)

Cette catégorie de titres à très courtes échéances (un an au maximum, mais renouvelables) ne constitue pas, à proprement parler, des valeurs mobilières, et leur revenu, cependant considérable; ne peut prendre place dans nos chiffres. La raison en est que les capitaux placés sous cette forme sont des fonds de roulement, ou du moins de l'épargne réserve susceptible de trouver son emploi d'un moment à l'autre et qui, en attendant ce moment, ne demeure pas improductive, tout en restant disponible pour des besoins divers. Ces fonds sont les mêmes qui, avant guerre, étaient en dépôt dans les Banques, celles-ci leur allouant un faible intérêt et s'en servant pour effectuer leurs opérations d'escompte et de reports., les unes et les autres à courte échéance. Cela est si vrai qu'en Angleterre, où les souscriptions aux Bons du Trésor ne se font pas comme en France, directement par le Public, mais par l'intermédiaire des Banques, celles-ci transforment de cette manière

(1) « Bulletin de Statistique et de Législation comparée du Ministère des finances » — février 1921.

les capitaux qui leur sont déposés par la clientèle, dans les mêmes conditions qu'autrefois.

Mais comme chez nous, une partie de ces bons est entré dans les souscriptions à nos grands emprunts de consolidation, il était nécessaire de connaître le chiffre approximatif du montant des intérêts servis par l'État sous cette forme.

La taxe, au taux de 10 % depuis la loi du 25 juin 1920, sur le revenu des valeurs françaises et étrangères abonnées, a produit en 1921, une somme de 773.830.804 francs (1), ce qui fait ressortir le montant des revenus imposés à 7.738.300.000 francs.

La loi du 29 mars 1914, ayant institué une taxe sur le revenu des fonds d'États étrangers et des valeurs étrangères abonnées, nous est une source précieuse de renseignements qui nous faisait défaut en 1913. Pour l'année 1921, cette taxe de 12 % depuis la loi du 25 juin 1920 a produit 152.594.196 francs (1), représentant un revenu imposé de : 1.271.600.000 francs pour les 2 catégories de valeurs, les statistiques publiées jusqu'à maintenant ne permettant pas de faire la discrimination après 1920.

Résumons les chiffres obtenus pour 1921 dans le tableau ci-dessous :

Rentes Françaises et obligations Défense Nationale et Bons du Trésor à 2 ans	5.584.800.000
Valeurs Françaises et Étrangères abonnées	7.738.300.000
Fonds d'États étrangers et valeurs étrangères non abonnées.....	1.271.600.000
Alsace-Lorraine.....	210.000.000
	14.804.700.000

En y comprenant la part de l'Alsace et de la Lorraine, dont les produits fiscaux encore inclus dans un budget autonome, doivent être ajoutés à ceux des autres départements français, suivant les indications données plus loin, le revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères, en France, s'élevait donc, en 1921, à 14 milliards 804 millions environ.

(1) L' « Economiste Européen » des 27 janvier 1922 et 16 février 1923.

A première vue, en rapprochant les chiffres de 1913 et de 1921, nous constatons une augmentation d'à peu près 2 ½ en faveur de cette dernière année, mais nous nous empressons d'ajouter qu'il s'agit là d'une augmentation *nominale*.

Sans entrer dans la discussion de théories récemment émises sur le franc or et le franc papier, et sans discuter non plus les diverses opinions qui se sont fait jour sur le problème de la monnaie, il est nécessaire cependant de ne pas accepter brutalement les chiffres obtenus et d'en mesurer la portée.

Nous savons qu'il faut, dans le domaine de l'économie politique, distinguer soigneusement : salaire *réel* et salaire *nominal*, profit *réel* et profit *nominal* et intérêt *réel* et intérêt *nominal*. Ici également il convient de parler de revenu *réel* et de revenu *nominal*.

Comme nous le verrons plus loin, au sujet de la hausse du loyer de l'argent, remarquons, dès à présent, que l'augmentation du revenu et l'élévation du coût de la vie n'ont pas marché du même pas, celle-là, et il en est de même des autres participations au produit net, salaires et bénéfices, a été purement nominale, bien mieux a pu être au fond une diminution. Le pouvoir d'achat du franc de 1921 n'est plus celui du franc de 1914, et la pratique courante est là pour le démontrer mieux que tous les raisonnements. Il est aisé de s'apercevoir qu'avec la même somme d'argent, les marchandises ou services obtenus actuellement sont bien inférieurs à ceux que nous nous serions procurés avant la guerre.

On a coutume d'indiquer la proportion de la cherté de la vie par un coefficient moyen, établi d'après les indices obtenus eux-mêmes par la comparaison de prix d'un certain nombre de produits, à deux époques considérées. D'après les indices fournis par la Statistique générale de la France et établie sur le cours moyen de 45 articles, nous avons, en prenant juillet 1914, comme base : 100 —

juillet 1914	100
— 1915	143
— 1916	188
— 1917	273
— 1918	344

base : 100 — juillet 1919	356
— 1920	506
Décembre 1920	443
Moyenne de 1921	399

En 1921, le coefficient moyen de vie chère était de 3.99, ce qui indique une hausse de 300 % environ sur les prix d'avant-guerre alors que le revenu des valeurs mobilières, calculé plus haut, ne fait ressortir qu'une augmentation de 150 %.

Sans rechercher les causes de la cherté de la vie, dont l'inflation fiduciaire est la principale, nous voyons que la courbe de la hausse des prix a été beaucoup plus forte et plus rapide que celle de l'augmentation du revenu. En somme, c'est à une diminution, en valeur absolue, que nous arrivons en examinant les chiffres ci-dessus, non plus sous le rapport de la quantité, mais pour ainsi dire de la qualité. Étant obligé de mesurer des revenus, il faut bien les traduire en monnaie. Or, ainsi que l'a dit spirituellement, mais si exactement, M. Jules Decamps, le Directeur du Service des Études Économiques, à la Banque de France (1), « la monnaie est devenue un miroir trompeur de la richesse, semblable à ces jeux de glaces que vous avez pu voir dans certaines expositions et qui, selon leurs formes, grossissent ou amincissent les silhouettes qu'on leur présente, elle grossit ou amincit les richesses qui défilent devant elle. Si encore elle les déformait toujours dans le même sens et dans des proportions susceptibles de mesure, on pourrait à la rigueur, en s'aidant de coefficients de correction, rétablir la vérité, mais il n'en est rien. Le rayon de convergence ou de divergence du miroir varie constamment et de la façon la plus capricieuse. Les pressions les plus inattendues s'exercent sur lui de telle sorte qu'à aucun moment nous ne pouvons percevoir la réalité de l'image qu'il nous présente. »

Cependant, dans la suite de notre étude, nous continuerons à parler *d'augmentation de revenu*, mais en valeur relative, en entendant toujours par là une *augmentation nominale*

(1) Conférence faite le 22 novembre 1921, à « l'Association républicaine de rénovation nationale. »

Dans quelle proportion s'est réalisée cette augmentation et sur quelles catégories de titres s'est-elle exercée ?

De la comparaison des deux tableaux pour 1913 et 1921, il ressort un énorme accroissement des revenus provenant des fonds d'État français, puisque leur montant a passé de 759.300.000 à 5.554.800.000 (y compris les intérêts afférents aux Bons du Trésor à 2 ans 6 % 1921.) Les valeurs françaises et étrangères abonnées accusent elles aussi une sensible augmentation de leur revenu qui était de 3.400.900.000 en 1913 et de 7.738.300.000 en 1921. Nous constatons par contre une forte diminution aux fonds d'États étrangers et valeurs étrangères non abonnées, surtout aux premiers. Les chiffres sont respectivement :

pour 1913.....	1.660.000.000
et 1921.....	1.271.600.000
d'ou une différence de	<u>388.400.000</u>

C'est donc de près de 400 millions que s'est réduit le revenu de notre portefeuille étranger (du moins en ce qui concerne les fonds d'états étrangers et les valeurs étrangères non abonnées, les statistiques fiscales publiées ou communiquées ne permettant pas de faire après 1915 la discrimination des valeurs françaises et des valeurs étrangères abonnées au timbre).

Avant de déterminer quelles sont les causes des fluctuations du revenu des valeurs mobilières, au cours de ces derniers temps, établissons par année quel est le montant de ce revenu, en usant du procédé qui nous a permis de l'évaluer pour 1913 et 1921... Nous pourrons ainsi mesurer de plus près l'étendue des mouvements constatés et indiquer avec plus de précision par la suite quels sont les phénomènes qui en ont été les causes.

Nous grouperons toujours les sources de nos renseignements sous les trois chefs ci-dessous : revenu des valeurs d'État exemptes d'impôts, revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères abonnées, revenu des fonds d'états étrangers et valeurs étrangères non abonnées.

1^o Le Bulletin de statistique et de législation comparée du

Ministère des Finances nous donne pour les arrérages afférents à la partie de la Dette publique qui nous intéresse :

En 1914 : Rente 3 % Perpétuelle 657.660.000 fr
 — 3 % amortissable 100.140.000 fr.

(Le 3 ½ amortissable, émis en juillet 1914, étant soumis à la taxe sur le revenu des autres valeurs mobilières françaises, nous en comprenons le montant avec ces dernières.)

En 1915 : Rente 3 % Perpétuelle 657.660.000 fr.
 — 3 % amortissable 98.640.000

auxquels s'ajoutent les intérêts sur les obligations de la Défense nationale créés en février et souscrites durant cette année, déduction faite de celles qui ont été reprises à la souscription de l'Emprunt 5 %, soit : 114.700.000 francs environ.

En 1916 : Rente 3 % perpétuelle 592.230.000
 — 3 % amortissable 97.140.000
 — 5 % perpétuelle 1915 760.000.000

Obligations de la Défense Nat^{le}. ... 21.500.000

En 1917 : Rente 3 % perpétuelle 592.230.000
 — 3 % amortissable 95.640.000
 — 5 % perpétuelle 1915 760.000.000
 — 5 % — 1916 575.400.000

Obligations de la Défense Nat^{le}. ... 26.000.000

En 1918 : Rente 3 % perpétuelle 590.800.000
 Rente 3 % amortissable 91.900.000
 — 5 % perpétuelle 1915-16 1.274.000.000
 — 4 % 1917 527.300.000

Obligations de la Défense Nat^{le}. ... 26.500.000

En 1919 : Rente 3 % perpétuelle 590.800.000
 — 3 % amortissable 90.400.000
 — 4 % 1917 518.450.000
 — 4 % 1918 1.218.600.000
 — 5 % perpétuelle 1915-1916 .. 1.257.600.000

Obligations de la défense Nat^{le}. 45.690.000 (1)

(1) « Bulletin de statistique et de législation comparée du Ministère des finances » — juin 1920 —

En 1920 : Rente 3 % perpétuelle.....	590.200.000
— 3 % amortissable	89.600.000
— 4 % 1917.....	470.000.000
— 4 % 1918.....	1.150.000.000
— 5 % perpétuelle 1915-1916 ..	1.170.000.000
— 5 % 1920	271.150.000
Obligations Défense Nationale	21.700.000 (1)

Nous n'avons porté ici que la moitié du produit de la Rente de l'Emprunt amortissable 5 % 1920, déduction faite de la quantité reprise à la souscription de l'Emprunt 6 % émis à la fin de cette même année, parce qu'une seule échéance, novembre, a été payée en 1920.

11° — Du produit de la taxe sur le revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères abonnées, nous tirons, par année, le montant du revenu de ces titres, à savoir :

En 1914	3.361.300.000	dont	2.680.800.000	pour val. franç.
			680.500.000	pour val. étrang. ab.
1915	..2.652.200.000	dont	{ 2.093.400.000	pour val. franç.
			{ 558.800.000	pour val étr. ab. (2)
1916	..2.936.100.000	(3)		
1917	..3.495.200.000			
1918	..3.919.600.000			
1919	..4.203.400.000			
1920	..6.072.400.000			

111° — D'autre part, nous avons, comme revenu des fonds d'Etats Etrangers et des valeurs étrangères non abonnées respectivement :

Pour 1914 —	{ Fonds d'Etats	1.100.000.000 (4)
	{ Valeurs non abonnées	200.000.000 (4)

(1) Bulletin de statistique et de législation comparée du Ministère des finances « février 1921 ».

(2) D'après des chiffres communiqués par le Ministère des finances — « Economiste Européen » du 16 février 192.

(3) Les statistiques publiées après 1915 ne permettent pas la discrimination entre valeurs françaises et étrangères abonnées.

(4) Approximativement.

<i>Pour</i> 1915 —	{ Fonds d'Etats	832.400.000
	{ Valeurs non abonnées	201.400.000
<i>Pour</i> 1916 —	{ Fonds d'Etats	898.200.000
	{ Valeurs non abonnées	381.500.000
<i>Pour</i> 1917 —	{ Fonds d'Etats	817.550.000
	{ Valeurs non abonnées	310.100.000
<i>Pour</i> 1918 —	{ Fonds d'Etats	682.200.000
	{ Valeurs non abonnées	296.500.000
<i>Pour</i> 1919 —	{ Fonds d'Etats	855.280.000
	{ Valeurs non abonnées	479.270.000
<i>Pour</i> 1920 —	{ Fonds d'Etats	874.250.000
	{ Valeurs non abonnées	371.048.000

Ces chiffres nous indiquent les fluctuations d'ensemble du montant du revenu des valeurs mobilières au cours des années 1913 à 1921, fluctuations dont la courbe présente les mêmes oscillations que nous avons déjà remarquées dans les statistiques des émissions et des admissions de titres, pendant ces 9 années.

Avant d'entrer dans le détail de chacun des phénomènes qui ont donné naissance à ces fluctuations, constatons, dès maintenant, l'accroissement du revenu des valeurs d'Etat, exemptes d'impôts, par suite des nombreuses émissions effectuées par le Trésor, sous diverses formes, pour subvenir aux besoins de la Défense Nationale.

En ce qui concerne le revenu des valeurs françaises et étrangères abonnées, surtout des premières, nous remarquons, après le fléchissement de 1914, qui s'accentue en 1915, une reprise sensible dès 1916, qui atteint son apogée en 1920 et 1921, et qui est due d'abord au développement des industries de guerre travaillant à plein rendement pour fournir à nos armées l'armement et l'outillage de la victoire, ensuite à l'essor rapide, trop rapide même et fictif en partie, industriel et commercial qui suivit l'armistice.

Le revenu de fonds d'Etats étrangers et de valeurs étrangères non abonnées accuse des fluctuations très caractéristiques. L'ouverture des hostilités en 1914 qui amena la cessation de paiement

des coupons de leurs emprunts par les pays ennemis aux ressortissants des pays alliés explique la réduction que subit cette catégorie de revenus en 1914 et 1915. Une légère reprise se manifeste en 1916, mais va bientôt se changer en un énorme fléchissement dû à la défection russe qui a porté, à partir de 1917, une atteinte sensible au portefeuille français, si abondamment garni de titres de notre ancienne alliée. Dès 1919, un sérieux relèvement provient de mesures prises dans les divers traités en vue du paiement des coupons arriérés des emprunts d'Etats et de Sociétés ex-ennemis et du fait que bien des propriétaires, demeurés ou ayant laissé leurs titres en pays envahis, purent, à ce moment, toucher leurs arrérages, dont l'encaissement avait été impossible pendant les hostilités.

Nous verrons en détail chacun de ces faits et des causes qui ont fait varier le montant du revenu des valeurs mobilières, en France, pendant et depuis la guerre.

Pour résumer ces données et en faire une synthèse éloquente, nous récapitulons dans le tableau ci-contre les chiffres que nous avons obtenus. Nous les ferons suivre, à titre documentaire, du montant approximatif des intérêts, servis par l'Etat sur ses bons du Trésor ordinaires et sur les Bons de la Défense Nationale, mais que nous ne comprendrons pas dans nos totaux pour les raisons déjà indiquées.

*Montant du revenu des Valeurs Mobilières Françaises et
Etrangères, en France, au cours des années 1913 à 1921*

(en milliers de francs)

	1913	1914	1915	1916
FONDS D'ÉTAT (exempts d'impôts)	759.300	757.800	756.300	1.449.370
Oblig. Défense nationale.			114.700	21.500
Valeurs franç. et étran- gères abon.....	2.774.100 626.876	2.680.800 680.500	2.093.400 558.800	2.936.100 (1)
Fonds d'Etats étrangers.	1.420.000	1.100.000 (2)	832.400	898.200
Valeurs étr. non abon...	240.000	200.000 (2)	201.400	381.500
Alsace-Lorraine	5.820.276	5.419.100	4.557.000	5.686.670
Bons du Trésor et Défense Nationale (2)	12.000	90.000	350.000	650.000

	1917	1918	1919	1920 ^o	1921
Fonds d'Etat (exempts d'impôts)	2.023.270	2.484.000	3.675.850	3.740.950	5.554.800
Oblig. Défense Nationale	26.000	26.500	45.690	21.700	30.000
Val. françaises et étrangères abonnées	3.495.200	3.919.600	4.203.400	6.072.400	7.738.300
Fonds d'Etats étrangers	817.550	682.200	855.280	874.250	1.271.600 (3)
Val. étrangères non abonnées	310.100	296.500	479.270	371.048	
Alsace-Lorraine			120.000	120.000	
	6.672.120	7.408.800	9.379.490	11.200.348	14.804.700
Bons du Trésor et Défense Nationale (2)	1.100.000	1.600.000	2.100.000	2.300.000	2.600.000

(1) Les statistiques fiscales publiées ou communiquées ne permettent pas après 1915 la discrimination entre les valeurs françaises et les valeurs étrangères abonnées au timbre.

(2) Approximativement.

(3) Les statistiques fiscales publiées ne permettent pas après 1920 la discrimination entre fonds d'Etats étrangers et valeurs étrangères non abonnées.

CHAPITRE II

Sources de cette augmentation de revenus

On peut ramener à quatre les principales sources de l'augmentation du revenu des valeurs mobilières, françaises et étrangères, en France, de 1913 à 1921 : émissions par l'Etat de nombreux et gros emprunts pour subvenir aux dépenses occasionnées par la guerre et ses suites ; accroissement des bénéfices réalisés par la plupart des entreprises ayant travaillé directement ou indirectement pour la Défense Nationale et pour la reconstitution du pays ; émissions croissantes de titres par un grand nombre de sociétés par actions, particulièrement à partir de 1917 et depuis la signature de la paix ; hausse du taux de l'intérêt servi à leurs prêteurs par les entreprises privées empruntant à l'exemple de l'Etat. En les examinant séparément, nous allons voir dans quelles conditions et dans quelle mesure chacune d'elle a contribué à l'augmentation totale.

SECTION I.

Emission par l'Etat de nombreux et gros emprunts pour subvenir aux dépenses occasionnées par la guerre et ses suites.

L'étude de cette première et une des plus importantes causes de l'augmentation du revenu des valeurs mobilières touche à la question de la situation financière de notre pays, à la veille de la

guerre, et à la politique suivie dans ce domaine par les divers gouvernements qui se sont succédés au pouvoir au cours des hostilités et après l'armistice. Ce serait là l'objet d'un examen long et détaillé qui dépasse le cadre de ce travail. Nous ne ferons ici que signaler les mesures qui ont eu leurs répercussions sur le mouvement du revenu des valeurs mobilières.

Pour subvenir aux charges annuelles de notre budget s'accroissant chaque année, l'émission d'un grand emprunt devenait inévitable dès 1913. Celui-ci, institué par la loi du 20 Juin 1914, eut lieu en Juillet sous la forme d'une rente 3 1/2 %, amortissable en 25 ans, mais, innovation appelée à un grand retentissement, soumise à la taxe sur le revenu des valeurs mobilières, pour un montant nominal de 805 millions, qui fut couvert plusieurs fois. Les banques ayant pris ferme la plus grande partie de la souscription, il restait à classer les titres. C'est à ce moment que l'ultimatum de l'Autriche à la Serbie se produisit avec toutes les conséquences tragiques qui devaient s'en suivre.

A cette date, la France avait une dette consolidée, de 27 milliards environ, avec un budget de 5.191 millions, laissant un découvert de près d'un milliard à régler par des moyens de trésorerie. 800 millions étaient consacrés au service des intérêts de cette dette et constituaient le revenu de cette catégorie de valeurs mobilières que sont nos fonds d'Etat, aux mains d'un grand nombre de petits rentiers et de moyens capitalistes. Signalons à titre documentaire, bien que nous ne le comprenions pas dans nos chiffres, — nous en avons donné les raisons — le montant des intérêts payés sur les bons et obligations du Trésor en circulation qui s'élevaient :

au 30 Juin 1914, à 554 millions pour les bons.

et 342 millions pour les obligations,

soit une trentaine de millions environ.

C'est sur le produit des avances de la Banque de France et des ressources de trésorerie que l'on vécu durant les premières semaines de la guerre jusqu'au 13 septembre 1914, date du décret créant, sur l'initiative de M. Ribot, alors Ministre des Finances, les Bons de la Défense Nationale dont le succès fut immense et

a dépassé les plus grandes espérances. Par sa simplicité, par son échéance rapprochée (1 an au maximum) et par son taux d'intérêt rémunérateur, ce titre eut une vogue extraordinaire. Ces bons et les avances, progressivement augmentées par décret, de la Banque de France, constituaient les principaux moyens de financer la guerre.

Nous indiquons dans le tableau ci-dessous le montant approximatif des bons en circulation à la fin de chaque année, déduction faite des remboursements et non compris les Bons de 20 frs et de 5 frs et les Bons du Trésor :

	(en millions de frs)
1914	1.619
1915	6.963
1916	12.574
1917	19.521
1918	22.334
1919	46.140
1920	52.352 (1)
1921	58.500

En tenant compte des bons et des obligations du Trésor ordinaire, les intérêts que ces émissions ont mis à la charge du budget et que touchaient les souscripteurs se chiffraient ainsi :

	(en milliers de fr)
1914	90.000 approximativement
1915	350.000 —
1916	650.000 —
1917	1.100.000 —
1918	1.600.000 —
1919	2.100.000 —
1920	2.300.000 —
1921	2.600.000 —

La continuation d'une guerre longue et coûteuse montra que ces ressources, si puissantes fussent-elles, mais mises pour un court

(1) « Moniteur des intérêts matériels » n° 41 du 10 février 1922.

laps de temps à la disposition de l'Etat, seraient bien insuffisantes. Une émission de valeurs à plus longue échéance, avec quelques autres avantages pour compenser le délai plus long de remboursement, eut lieu dès le 10 Février 1915, sous la forme d'obligations de la Défense Nationale à 10 ans, productives d'intérêts semestriels à 5 % et exemptes d'impôts comme les bons de la Défense Nationale. D'autres types de ces obligations furent successivement émis en 1917 et 1919, à 5 ans et 6 ans d'échéance. Malgré divers avantages, elles n'obtinrent pas le succès des Bons, à plus courte échéance et plus facilement négociables, et le montant de ces titres souscrit fut relativement peu important après 1915.

Le voici à la fin de chaque année considérée :

En circulation au 31 Décembre 1915	.....	633 millions
— — — 1916	.....	427 millions
— — — 1917	.....	522 millions
— — — 1918	.....	531 millions
— — — 1919	.....	914 millions
— — — 1920	.....	430 millions
— — — 1921	.....	680 millions

Remarquons que le capital effectivement émis au 31 Décembre 1916 était de 4.747.053.000 fr., réduit par suite de reprise en souscription aux emprunts 5 % 1915 et 1916 à 426.763.000 francs.

Le produit de ces titres fut un appoint intéressant pour le Trésor, mais relativement faible à côté du produit fourni par les bons de la Défense Nationale. Le tableau ci-dessous va nous donner maintenant le montant des intérêts, servis par l'Etat, sur ces titres qui constituent de véritables valeurs mobilières, c'est-à-dire un mode de placement de l'épargne, et qui, pour cette raison, ont pris place dans nos chiffres, représentant le revenu des valeurs mobilières en France :

Année 1915	.....	114.700.000 frs
1916	.....	21.500.000 frs
1917	.....	26.000.000 frs
1918	.....	26.500.000 frs

Année	1919	.....	45.690.000 frs
	1920	.....	21.700.000 frs
	1921	.....	30.000.000 frs (1)

Après les résultats de l'année de leur création, le montant de ces titres diminue sensiblement, car les souscriptions sont peu importantes, alors qu'une grosse partie de ceux en circulation disparaît dans les emprunts auxquels ils sont repris en paiement. L'Etat payant aux sinistrés une part des indemnités, qui leur sont dues pour dommages de guerre, sous la forme d'obligations sexennales de la Défense Nationale 1921, le montant de ces titres en circulation s'est accru depuis quelques mois dans de notables proportions, entraînant une augmentation des intérêts inscrits au budget, au titre de cette partie de la Dette Publique.

Mais, dès 1915, l'accroissement de la dette flottante et à court terme devint dangereux et l'on sentit bientôt le besoin de lancer un grand emprunt, qui fournirait certes d'autres ressources en « argent frais », mais qui surtout était destiné à consolider cette masse de bons et d'obligations en circulation. L'Angleterre et l'Allemagne avaient déjà procédé à cette opération d'apurement, quand fut décidée en France l'émission du premier emprunt de la Défense Nationale, autorisé par la loi du 14 Novembre 1915 et dont les détails d'application furent réglés par divers décrets postérieurs.

La souscription eut lieu du 25 Novembre au 15 Décembre et donna les résultats suivants : (2)

Capital nominal	.....	15.130.000.000 fr.
Rente	.....	756.500.000 fr.

Les versements en numéraire s'élevaient à 6.368.000.000 et les valeurs admises en libération à 7.051.000.000

Se décomposant comme suit	{	Bons défense Nationale	2.268.340.000
		obligations	 3.327.670.000
		Rente 3 1/2 amortis	 24.450.000
		Rente 3 % perpétuelle	1.430.530.000

(1) « Bulletin de statistique et de législation comparée du Ministère des finances » — juin 1920 et février 1921.

(2) Ces chiffres et ceux concernant les résultats des autres emprunts sont extraits de « l'Annuaire des valeurs admises à la cote officielle — année 1918 — 1921 — » publié par la Chambre syndicale des agents de change près la Bourse de Paris.

Ce premier emprunt a augmenté le montant du revenu des valeurs mobilières d'un chiffre de 756.500.000 francs, intérêts afférents aux 15.130 millions de ce capital nominalelement souscrit. Mais il faut en déduire les coupons correspondant aux rentes 3 % perpétuelle et 3 1/2 % amortissable reprises et annulées et aux obligations de la Défense Nationale également versées, sans compter les intérêts ristournés à l'Etat sur les bons repris et qui avaient été payés d'avance aux souscripteurs.

Du 5 au 29 octobre 1916 fut émis, dans les mêmes conditions, le 2^e emprunt de la Défense Nationale, du même type que le premier. Il produisit un capital de :

11.506.997.000
pour une rente de 575.349.000
l'argent frais
s'élevait à 5.502.856.000

et les valeurs de reprise, au nombre desquelles le 3 % perpétuelle ne se trouvait plus cette fois, à 4.572.000.000

ainsi détaillées	{	Bons Défense Nationale	3.606.748.000
		obligations	957.337.000
		3 1/2 Amortissable	7.813.000

De cet accroissement de revenu de 575.349.000 au profit des porteurs il faut, ici aussi, déduire le montant des coupons afférents aux titres (bons, obligations et rente) repris en libération et annulés par la suite.

En 1917, un nouveau type d'emprunt, en rente 4 % perpétuelle, fut créé et souscrit du 26 Novembre au 16 Décembre. Les résultats en furent les suivants :

Valeur nominale	14.803.096.000
Valeur effective	10.171.202.000
Valeur en rente	592.124.000
Le produit de la souscription se décomposait ainsi :	
Numéraire	5.133.984.000
Bons Défense Nationale	4.584.768.000
Obligations	449.491.000
Rente 3 1/2 Amortissable	2.959.000

C'est encore d'une somme de fr : 592.124.000 que s'est accru

le montant du revenu des valeurs mobilières, déduction à faire, ainsi que nous l'avons dit pour tous les emprunts, des arrérages correspondant aux titres retirés de la circulation, à la suite de leur admission à la souscription.

L'emprunt 4 % 1918 dut à l'époque où il fut émis, en Novembre 1918, en pleine victoire, d'obtenir un magnifique succès. Voici quel en fut le produit avec sa décomposition :

Montant en capital	30.690.456.000
Montant en rentes	1.227.618.240
Bons Défense Nationale	13.255.100.500
Obligations'	1.412.069.200
Bons du Trésor ordinaires	7.560.500
Coupons russes	239.370.400
3 1/2 Amortissable	3.084.500
Coupons français et Numéraire	7.246.037.500

Pour un capital effectif de : 22.163.222.600

A noter pour cet emprunt l'admission de coupons de rentes françaises de guerre déjà émises et de coupons russes, dont le montant n'a pu ainsi entrer en compte dans le chiffre du revenu des valeurs mobilières pour la fin de l'année 1918 et pour 1919.

Les ressources nécessaires à la liquidation de la guerre ne sont pas moins considérables que celles exigées pour la conduite de la guerre elle-même, surtout dans les premières années qui suivent la cessation des hostilités. Des pensions à payer, des dommages à réparer, dont nous faisons l'avance, en attendant que l'Allemagne s'acquitte, toute une vie économique à reprendre nécessitent pour l'Etat des capitaux que seul l'emprunt, sous ses diverses formes, et plus particulièrement le gros emprunt en perpétuel ou à long terme, peut fournir. Aucun appel de fonds ne fut fait de cette manière en 1919, mais l'année 1920 vit l'émission de deux emprunts, à six mois d'intervalle. Le premier, du type 5 % amortissable avec une prime de 50 %, fut souscrit en Février-Mars et le second du 20 octobre au 30 Novembre. A noter pour celui-ci, du taux de 6 %, l'admission en paiement, dans certaines condi-

tions, des titres des autres emprunts de guerre 5 % et 4 %. Les résultats de ces deux emprunts furent les suivants :

Emprunt 5 % Amortissable 1920 — 673.829.300 frs de rente

Versements à l'appui : Coupons français	61.899.237
Numéraire	6.994.757.646
Bons Défense Nationale .	8.188.469.759
Bons du Trésor	573.138
Oblig. Défense Nationale	608.703.258
Rente 3 1/2 amortissable	4.350.559
Souscriptions non vérifiées	81.924.003

soit un capital effectif de 15.940.677.600

Emprunt 6 % 1920 perpétuel — 1.673.305.140 frs de rente

Versements à l'appui : Rentes anciennes	12.719.204.485
Numéraire	10.998.236.097
Bons du Trésor	15.669.979
Bons Défense Nationale .	3.384.606.542
Obligations Défense Nat.	623.098.959
3 1/2 Amortissable	22.574.796
Eléments inconnus	125.028.142

soit un capital effectif de 27.888.419.000

Les rentes anciennes reprises se décomposaient ainsi :

5 % perpétuelle	3.732.290.975
4 % 1917	1.804.627.000
4 % 1918	4.247.162.375
5 % 1920	2.630.409.463
rentes indéterminées	304.714.672

12.719.204.485

Il est intéressant de noter ces derniers chiffres qui nous indiquent le montant des anciennes rentes rayées au Grand Livre de la Dette Publique et par suite ne produisant plus d'intérêts.

Ces deux emprunts ont clos la série de nos grands emprunts

en rente perpétuelle dont il avait été émis pour près de 100 milliards. Mais comme des ressources énormes étaient toujours nécessaires à l'Etat, pour payer ses dépenses et combler le déficit permanent du budget, conséquence de la carence de l'Allemagne, on eut recours en juin 1921 à une nouvelle forme d'appel au crédit : l'émission de Bons du Trésor 6 % à 2 ans d'Echéance, munis de coupons semestriels. C'est là certes une opération de trésorerie, analogue à l'émission des Bons du Trésor ordinaires et des Bons de la Défense Nationale. Mais comme la souscription a eu lieu durant une période déterminée et que les titres, remboursables à échéance moyenne, ont été admis aux négociations en Bourse, caractéristique de tous nos Emprunts d'Etat, ces Bons ont constitué un placement de l'Epargne et, à ce titre, le chiffre de leurs intérêts (un coupon payé en Décembre) doit figurer dans le revenu des valeurs mobilières en 1921. Le produit de la souscription a été de 5.665.342.000 fr. en capital rapportant 339 millions d'intérêts.

Et maintenant, additionnons les nouvelles Rentes créés par l'Etat au profit de ses prêteurs, depuis l'émission du 3 1/2 amortissable en juillet 1914, jusqu'au 31 Décembre 1921.

Emprunt 5 % 1915	756.500.000
5 % 1916	575.349.000
4 % 1917	592.124.000
4 % 1918	1.227.618.240
5 % 1920	673.829.300
6 % 1920	1.673.305.140
Bons Trésor 6 % 1921	165.000.000 (Coup. de décembre)

Soit au total 5.663.725.680

L'Etat avait donc augmenté ses charges budgétaires, au titre de la Dette Publique perpétuelle et à long terme, de plus de 5 milliards 1/2 pour rémunérer les capitaux qui lui ont été apportés au cours des années 1915 à 1921.

Ce n'est pas cependant de ce chiffre que s'est accru le montant des revenus de cette catégorie de valeurs mobilières, si l'on compare les années 1913 à 1921. En considérant les charges du budget de cette dernière, au titre des arrérages à payer par l'Etat sur ses

Rentes, nous n'y voyons figurer qu'une somme de 5.554. 800.000 et, déduction faite de la part revenant aux rentes d'avant guerre, de 4.873.000.000. La différence, soit près de 800 millions de rente, ont été rayés du Grand Livre de la Dette, à la suite soit de reprise en souscription aux emprunts, soit d'admission en paiement de la contribution sur les bénéfices exceptionnels de guerre, par application de la loi du 1^{er} Juillet 1916, soit surtout d'achat en Bourse, moyennant le fonds d'amortissement prévu et créé par la loi du 26 octobre 1917, relative à l'émission du premier emprunt 4 %.

On a réveillé ainsi de la léthargie où elle était plongée depuis 43 ans la Caisse d'amortissement, instituée sur l'inspiration du Baron Louis, par la loi du 20 avril 1816. Voici le montant des rentes rachetées au moyen de ce fonds spécial, depuis sa mise en œuvre jusqu'au 31 décembre 1921, date à laquelle nous limitons nos calculs.

26 Novembre 1917 au 10 Janvier 1919	1.517.735.195
11 Janvier au 10 Mai 1919	néant
11 Mai au 31 Décembre 1919	486.203.794
1 ^{er} Janvier au 31 Décembre 1920	1.471.315.296
1 ^{er} Janvier au 31 Décembre 1921	639.609.259

soit pour la période envisagée un total de fr. 4.114.863.544
en capital correspondant à près de 200 millions de rente. (1)

Les titres ainsi retirés de la circulation et réintégrés dans les Caisses de l'Etat étaient aussitôt annulés.

De cet exposé sommaire de notre politique financière de guerre et d'après guerre et des moyens réalisés pour subvenir aux charges budgétaires formidables de 1914 à 1921, retenons surtout ces deux chiffres concernant directement notre étude :

Arrérages payés aux porteurs de rentes françaises

en 1913	759.300.000
en 1921	5.554.800.000

d'où il résulte une augmentation en faveur de cette

dernière année de : 4.795.500.000

(1) « Moniteur des Intérêts matériels » n° 15 du 15 janvier 1922.

soit près de 5 milliards répartis entre plus de 3 millions de souscripteurs.

Voilà donc le premier élément de l'accroissement du revenu des valeurs mobilières en France depuis 1913. Avant de passer à l'examen des autres sources, considérons la nature de celle-ci.

Les 4.795 millions dont se sont accrus ces revenus sont bien des sommes entrant chaque année dans le patrimoine des individus qui les touchent. Mais d'où viennent-elles ? Consistent-elles en de la richesse véritable provenant de bénéfices réalisés par l'Etat ? Non pas, car celui-ci ne fait pas d'affaires, à l'exception de l'exploitation de quelques monopoles dont nous connaissons d'ailleurs les résultats déficitaires, et les revenus qu'il perçoit, il ne les tire pas de son activité productrice ou transformatrice. Les fonds qu'il verse aux rentiers, il les prend aux contribuables sous la forme d'impôts ; il prélève sur les seconds ce qu'il donne aux premiers et ceux-ci et ceux-là sont souvent les mêmes personnes.

Les recettes du budget sont donc pour l'Etat les revenus qu'il transfère aux porteurs de ces rentes. Quelquefois même il prélève sur le produit des emprunts postérieurs les fonds nécessaires au service des intérêts des emprunts précédents. Politique néfaste du gouffre sans fond dont la pratique tend à disparaître, car ces dépenses là, normales, doivent être couvertes par des recettes normales, c'est-à-dire l'impôt. C'est par le produit des impôts que les rentiers de l'Etat sont rémunérés, et tout ce qui touche aux impôts à son contre-coup sur le revenu de cette catégorie de valeurs mobilières, dont le gage est constitué par le pays tout entier. Les fonds qui alimentent cette partie du budget, concernant les arrrages de la dette publique, sont fonction de la situation économique et de l'activité nationale industrielle, commerciale et agricole.

Pendant la guerre, l'Etat avait d'immenses besoins à assouvir sans retard, et pour cela il a pris partout. Etant donné le faible rendement de ses ressources normales, il a dû recourir aux emprunts, soit à la Banque de France, par le moyen des émissions de billets,

soit au Public, à la fois pour recouvrer une partie des billets distribués en échange de produits ou de services et pour consolider la dette flottante. Certes tout cela « titres de rente, bons, billets, ont constitué des actifs privés incontestables, mais auxquels correspond un passif social équivalent (derrière l'Etat qui n'est qu'un écran, la population tout entière est responsable de la dette publique et de ses charges) » Les capitaux ainsi créés ne servent point comme autrefois à des emplois productifs, mais plutôt à des buts de destruction, et en somme la collectivité nationale s'est appauvrie de biens, en même temps que s'amplifiaient les instruments monétaires mis à sa disposition. Ainsi que le disait M^r Chamberlain, en Angleterre, lors de l'exposé à la Chambre des Communes du budget britannique de 1919-1920, « ces titres d'Etat qui servent d'appui et de garantie, soit à la circulation monétaire, soit aux dépôts, représentent, dans une large mesure, non pas de la richesse existante, mais de la richesse détruite par la guerre et que nous avons le devoir de reconstituer. Ils sont comme des traites sur le travail futur et sur la future création de richesse ».

Donc les revenus que les bénéficiaires tirent de leurs rentes d'Etat sont simplement une part de l'épargne sociale que l'Etat prélève chaque année par ses contributions et que les forces de production doivent reconstituer au fur et à mesure. Remarquons qu'à l'accroissement des arrérages à payer sur les emprunts du Trésor correspond un enflement parallèle des budgets passés de 4 milliards 1/2 en 1913 à plus de 20 milliards en 1921, dont près de la moitié consacrée à la Dette publique. Celle-ci d'ailleurs, évaluée à 33 milliards avant guerre, avec une charge annuelle de 1.300 millions, s'élevait à quelques 300 milliards en 1921 comportant une douzaine de milliards d'intérêts à payer.

Nous avons tenu à préciser le caractère de ce premier élément de l'augmentation du revenu des valeurs mobilières en France et à montrer ce qui constitue la source des revenus tirés des rentes d'Etat.

SECTION II

Accroissement des bénéfices réalisés par la plupart des entreprises commerciales et industrielles ayant travaillé directement ou indirectement pour la Défense Nationale

Une autre source, non moins importante, de l'augmentation des revenus des valeurs mobilières, en France, de 1913 à 1921, est l'accroissement des bénéfices réalisés par la plupart des entreprises industrielles et commerciales ayant travaillé directement ou indirectement pour la Défense Nationale d'abord, puis à la restauration économique du Pays, à partir de 1919.

On sait quel rôle formidable a joué le facteur « matériel » au cours des hostilités et quelle influence il a eu pour déclancher l'effort décisif, qui a abouti à la victoire.

Aussi pour avoir livraison, dans le délai le plus court et en plus grandes quantités, de canons, de munitions et de tout l'outillage nécessaire, l'État payait sans compter avec les ressources que lui fournissaient les emprunts émis et surtout les avances de billets de la Banque de France. Les patrons exigeaient d'autant plus que, par suite de ces prodigalités, s'élevaient les prix des matières premières et les salaires de la main-d'œuvre. Des fortunes s'amoncelèrent en peu de temps, modifiant les conditions sociales d'un grand nombre de personnes. « L'engrais des bénéfices de guerre a donné à quelques centaines de milliers de personnes de splendides moissons ». On vit alors apparaître les « nouveaux riches ».

Outre ces bénéfices de guerre proprement dits, réalisés par les entreprises ayant passé directement ou indirectement des marchés avec l'État ou une administration publique, il y a des bénéfices exceptionnels qu'ont fait ceux à qui les circonstances ont procuré des marges anormales de plus-values. Bien des Sociétés commerciales et industrielles comme des individus, pressentant la diminution de la production et l'accroissement de la consommation pendant la guerre, ont conservé leurs marchandises déjà acquises et même en ont acheté d'autres pour les stocker, en attendant la hausse des prix de vente qui allait se manifester et grossir le pour-

centage de leurs bénéfices. Sans juger le côté moral de ce procédé constatons, au point de vue économique, qu'il a accru les profits de ceux qui s'y sont livrés. Ce sont ces deux catégories de bénéfices de guerre qu'a voulu frapper la loi du 1^{er} juillet 1916 et qui se sont traduits en chiffres que nous allons indiquer et commenter.

Notons tout d'abord, à ce sujet, que les variations du revenu des valeurs à intérêt variable ne constituent que l'un des indices (peut-être pas le plus important) de l'augmentation des bénéfices en général. Les bénéfices de guerre ont donné lieu à de formidables immobilisations, une partie même constituée avant inventaire et dont il est difficile d'apprécier l'importance à la lecture du bilan de fin d'année.

On peut dire que, parmi les co-participants au produit net : salaire, intérêts, bénéfices, ce n'est pas surtout le troisième facteur qui a augmenté (en valeur relative) ; question très difficile, l'augmentation du revenu des valeurs à revenu variable n'étant que l'un des indices de l'augmentation réelle du bénéfice en général.

Quoiqu'il en soit, reproduisons le montant du revenu des valeurs mobilières des Sociétés Françaises et Étrangères abonnées (les statistiques publiées ne permettant pas de faire après 1915 la discrimination des unes et des autres), au cours des années 1913 à 1921, d'après le tableau d'ensemble que nous avons donné plus haut :

1913	3.400.970.000 fr.
1914	3.361.300.000 »
1915	2.652.200.000 »
1916	2.936.100.000 »
1917	3.495.270.000 »
1918	3.919.600.000 »
1919	4.203.400.000 »
1920	6.072.400.000 »
1921	7.738.300.000 »

C'est donc de : 4.337.330.000 fr. que s'est accru le revenu des valeurs des entreprises françaises et étrangères (Sociétés abonnées) de 1913 à 1921. C'est relativement faible, une proportion d'un peu plus du double, si l'on considère les dépenses formidables de l'État qui se sont élevées à 244 milliards pendant la même période et

dont une bonne partie est passée dans les caisses des entreprises ayant travaillé pour les besoins de la Défense nationale. Il faut tenir compte certes des Sociétés situées en pays envahis et de celles pour qui la guerre a été désastreuse et qui n'ont distribué aucun dividende au cours des hostilités.

La courbe des variations durant ces neuf années fait ressortir pour 1914 une légère diminution qui s'est manifestée pendant le deuxième semestre, à la suite des événements de juillet, puis une sensible réduction en 1915, atténuée en 1916. Une vive reprise, due à la mise en marche des usines de guerre et des bénéfices exceptionnels réalisés à ce moment, se marque en 1917 et se poursuit en 1918. L'arrêt des hostilités fin 1918, ralentit en 1919 ce mouvement ascensionnel qui reprend avec une nouvelle vigueur en 1920, année qui a marqué dans ses premiers mois une reprise économique considérable, factice pour une grande part, et qui a abouti ensuite à la crise et au marasme des affaires dont nous souffrons depuis deux ans. La progression continue en 1921, malgré les répercussions de cette crise.

Ces mouvements se lisent clairement dans les résultats des exercices des années 1913 à 1921 pour les principales entreprises-types, dont les valeurs sont cotées en Bourse de Paris. (1) Nous examinerons également dans les bilans des sociétés, qui ont souffert de la guerre, au premier rang nos chemins de fer, les traces que celle-ci y a laissées. Pour les unes et pour les autres notons que certaines circonstances, spéciales à chaque branche d'entreprise, ont accentué dans le sens de la hausse ou de la baisse les oscillations de la courbe moyenne que nous venons de tracer des variations du revenu de leurs actions au cours des années 1913 à 1921.

Prenons d'abord des entreprises ayant travaillé directement pour la guerre, dont elles ont été les grandes bénéficiaires. Voici

(1) D'après les chiffres publiés à l'Annuaire des valeurs admises à la Cote officielle par le syndicat des agents de change de la Bourse de Paris — 1918 — 1920 et dans la Revue Economique financière et pour les résultats de 1921 et reproduits au cours de cette section.

les chiffres de leurs bénéfices bruts et nets et leur répartition, d'après leur bilan de fin d'année considérée :

Anciens Etablissements HOTCHKISS & C^{ie}

Années	Bénéf. bruts	Bénéf. nets	Amort ^{ts} et réserves	Dividendes	
				Totaux	Par act fr.
1913	2.724.205	1.572.106	1.057.118	320.000	8
1914	2.774.614	1.719.469	1.358.395	320.000	8
1915	7.736.827	6.304.340	5.540.847	600.000	15
1916	18.963.900	14.057.500	7.200.000	6.315.700	75
1917	24.791.800	22.264.500	13.096.600	8.000.000	100
1918		15.614.300	4.041.600	9.600.000	60
1919	14.211.600	11.611.000	3.647.000	6.400.000	40
1920	9.061.865	6.948.065	1.984.070	3.840.000	24
1921	9.062.177	7.506.049	1.965.463	4.000.000	25

Société d'Explosifs et produits chimiques

1913	797.000	601.000	100.000	293.000	15
1914	694.000	608.000	60.000	443.000	13 15
1915	1.070.000	992.000	55.000	643.000	18 15
1916	4.587.000	2.627.000	148.000	1.690.500	43
1917	5.172.000	3.198.000	1.214.000	2.666.600	25
1918	2.269.000	2.220.000	111.000	1.920.000	30 50
1919	2.862.000	1.717.000	1.130.000	1.341.600	10 96
1920	1.910.845	1.443.886	217.922	800.538	6
1921	2.552.000			1.334.230	10

Mines, Fonderies et Forges d'Alais

1913	2.616.000	2.159.000	1.414.000	730.000	12 50
1914	1.620.000	1.154.000	1.066.000	25.000	»
1915	2.674.000	2.218.000	1.509.000	672.000	12 50
1916	6.617.000	4.473.000	4.928.000	930.000	17 50
1917	12.458.000	11.922.000	9.426.000	1.080.000	20
1918	9.739.000	9.353.000	3.481.000	4.830.000	56 65
1919	5.941.000	5.941.000	2.904.000	2.955.000	27 50
1920	5.259.000	5.259.000	2.349.000	»	22 50
1921	2.684.000	1.123.000	570.500		10

Matières colorantes et produits chimiques de St-Denis

1913.....	1.420.000	876.000	97.000	612.000	35
1914.....	1.159.000	720.000	351.000	438.000	25
1915.....	3.194.000	2.615.000	710.000	1.229.000	66 07
1916.....	4.707.000	3.688.000	1.957.000	1.651.500	62 50
1917.....	6.135.000	5.232.000	3.447.000	1.772.000	66 80
1918.....	5.452.000	4.354.000	2.644.000	1.631.500	62
1919.....	4.577.000	3.214.000	1.520.000	1.301.500	50
1920.....	»	6.498.000	»	»	»

Ces quatre Sociétés, qui ont spécialement et directement travaillé pour la guerre, présentent certaines caractéristiques communes à la plupart des entreprises ayant traité avec l'armée :

1° Les cours de leurs bénéfices nets et des dividendes à distribuer suivent les mêmes fluctuations calquées sur les nécessités militaires : fléchissement, général d'ailleurs, en 1914, par rapport à 1913, année normale, puis une reprise se dessine dès 1916 pour atteindre son maximum en 1917, au moment de l'intensification de la production, enfin baisse sensible, assez brusque même, en 1918 et 1919, après la cessation des hostilités ;

2° Les bénéfices nets réalisés ont atteint des chiffres énormes et dépassé pour certaines mille %, à leur maximum, en 1917 :

ainsi	1913	1917	Accroiss en %
Hotchkiss	1.572.106	22.264.500	1.415
Exp. et produits chimiq. .	601.000	3.198.000	532
Mines, fonderies, forges			
d'Alais	2.159.000	11.922.000	552
Matières color ^{tes} St-Denis	876.000	5.232.000	597

3° Ces entreprises ont effectué de très forts amortissements, avant inventaire d'abord, puis par prélèvements sur les bénéfices nets, afin de parer à l'usure rapide de l'outillage, soumis à un rendement intensif et continu. Elles ont également constitué d'importantes réserves, en vue de garder une saine trésorerie et de compenser les diminutions de profits dans les années qui allaient suivre immédiatement l'armistice. Il y eut là une certaine période à passer, où les affaires restèrent stagnantes et qui fut la transi-

tion nécessaire pour transformer le matériel et les machines de guerre en outillage propre aux fabrications de paix. Pour l'exercice 1917 par exemple, les Établissements Hotchkiss n'ont distribué que 8 millions sur les 22 millions 200.000 francs qui restaient comme bénéfices nets, en affectant plus de 13 millions aux amortissements et aux réserves.

Toutes ces mesures, commandées par la prudence et que les événements postérieurs ont plus que justifiées, sont venues réduire dans une très grande proportion les bénéfices à répartir aux actionnaires.

Parcourons rapidement maintenant les résultats obtenus, au cours de ces neuf dernières années, par quelques entreprises, moins directement intéressées aux productions de guerre, dans chaque branche de commerce et d'industrie.

En effet, d'autres entreprises industrielles, quoique travaillant moins exclusivement pour l'armée, ont réalisé de très importants bénéfices. Voyons les résultats des principales d'entre-elles :

(Voir tableau page 54)

Si les bénéfices nets et les dividendes distribués accusent une augmentation bien moins forte que pour les entreprises industrielles examinées plus haut, par contre les mouvements de leurs bénéfices sont plus continus et n'offrent pas de brusques fluctuations.

Là aussi, on constate en 1914, pour beaucoup, un fléchissement dû à l'ouverture des hostilités, mais l'activité ne faiblit qu'à peine à l'armistice pour reprendre ensuite plus intense en 1919 et 1920 jusqu'à la crise dont a souffert 1921. C'est que l'outillage de ces entreprises qui, elles aussi, ont concouru puissamment, mais indirectement, aux fabrications de guerre, est aussi l'outillage nécessaire aux fabrications de paix, et leur prospérité non seulement ne se limite pas à la période d'intensification de la fabrication des armes et munitions, mais encore elle prend un essor croissant, au fur et à mesure de la reconstitution économique du Pays.

Cette catégorie d'entreprises a fait également de grosses réserves en vue de l'avenir et a procédé à d'importants amortissements,

EN MILLIERS DE FRANCS

	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921
Le Creusot									
Bénéfices nets...	7.213		9.177	10.789	11.248	13.524	13.318	13.939	13.336
Div. p. act. en fr.	85	85	85	95	100	100	120	120	120
Elect. Métal. Dives									
Bénéfices nets...	1.485	1.347	3.157	5.781	8.582	5.219	4.398	6.088	5.116
Amort.....	431	970	2.550	5.600	5.600	2.000	1.471	1.500	500
Div. act. en fr..	25	10	35	60	60	60	60	60	60
Thsmson-Houston									
Bénéf. nets.....	5.354	4.549	4.822	6.816	6.979	13.566	15.685	22.900	23.522
Amort.....	1.010	1.549	1.822	2.471	1.956	4.790	5.710	2.871	3.512
Div. totaux.....	4.200	3.000	3.000	3.600	4.800	8.126	9.600	18.903	18.901
Par act. en fr...	35	25	25	35	40	40	40	45	45
Cables télégraph.									
Provis.....	250	250	250	250	250	250	6.596	1.751	507
Bénéf. nets.....	400	2.285	3.368	3.623	6.391	5.329	2.912	10.987	10.096
Div. p. act. en fr.	6	10	10	11,08	22,82	23,76	28,75	42	37,69
Autos Brasier									
Bénéf. nets.....	473	468	824	890	1.685	2.841	2.860	3.197	
Amort. et Réser.	268	434	440	1.068	3.919	6.140	2.647	608	
Div. p. act. en fr.	6	6	8	12	12	11	14		
Etabl. Bergougnan									
Bénéf. nets.....	4.701	6.424	6.746	7.470	8.611	8.757	8.838	11.519	10.345
Amort. et réserv.	1.539	2.415	3.736	2.989	5.287	3.653	3.672	2.000	1.500
Div. totaux.....	2.437	2.437	2.437	3.169	3.656	3.656	3.656	5.859	6.108
Par act. en fr...	75	75	75	65	75	75	75	65	65
Cirages français									
Bénéf. nets.....	1.605	1.566	2.073	2.746	2.024	3.143	5.001	6.655	
Amort.....	252	375		2.842	1.629	1.944	1.722		
Div. totaux.....	1.000	800	1.200	1.800	1.800	2.625	3.500	3.500	2.500
Par act. en fr...	50	40	60	90	90	60	70	70	50
Etabl. Bréguet									
Bénéf. nets.....	724	1.478	2.532	1.512	1.438	1.560			1.740
Amort.....	318	956	1.645	814	721	732			
Div. totaux.....	240	200	400	360	400	480	160		800
Par act. en fr...	30	40	70	45	50	60	20		50

tout en étant prudente dans la répartition de ses bénéfices aux porteurs de ses actions.

Si nous mettons de côté les mines du Nord et du Pas-de-Calais envahies et non exploitées pendant la guerre, diverses entreprises de ce genre, situées dans le Centre et dans le Sud du Pays, ont participé à cet accroissement de bénéfices en pourvoyant aux besoins de la Défense Nationale en matières premières.

Citons quelques chiffres suggestifs à ce sujet :

(Vair tableau page 56)

Les bénéfices réalisés et les dividendes distribués accusent aussi une augmentation depuis 1913, mais une augmentation continue et tenant compte des éventualités d'après guerre. Les matières premières nécessaires à l'industrie seront de plus en plus demandées et les entreprises exploitantes verront s'accroître leurs affaires et leurs profits. Elles n'ont pas négligé non plus les réserves et les amortissements et beaucoup n'augmentèrent pas leurs dividendes dans la proportion où grossissaient leurs bénéfices.

Bien des entreprises commerciales ont bénéficié de la situation créée par la guerre et, du fait de la hausse de toutes les marchandises, ont réalisé d'importants profits, dont une partie est venue accroître le revenu des actionnaires. Parmi elles citons :

(Voir tableau page 57)

A part les GRANDS MOULINS DE CORBEIL, dont l'activité tenait à la place de premier ordre occupée par le problème de l'alimentation de l'armée et de la population civile pendant la guerre, les autres valeurs se ressentent des événements de 1914, mais dès 1916, reprennent leur marche en avant qui a atteint son maximum en 1919 et en 1920 pour reculer ensuite en 1921. Quoique en partie non distribués et réduits par diverses mesures de prudence, les bénéfices nets accusent un accroissement marqué sous la forme de dividendes répartis au profit des actionnaires.

Les Sociétés de transports maritimes ont aussi largement

(En milliers de francs)

Cuivres et Pyrites

Bénéfices nets.....	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921
Divid. par act. en frs.	192	66	36	465	954	1,220	1,657	1743	1,779
					15	17.50	20	22.50	

Pontgibaud

Bénéfices nets.....	598	573	814	1,300	1,379	1,397	1,348	2,316	2,061
Amortissements.....	151	244	270	172	86	70	72	240	
Divid. tot.	509	300	500	1,000	1,200	1,200	1,200	1,800	1,800
par act. en francs....	25	15	25	50	60	60	60	60	60

Mines de la Loire

Bénéfices nets.....	1,772	2,153	2,836	4,268	4,486	3,271	2,374		3,314
Amortissements.....	1,219	545	1,198	2,789	2,500	1,350	450		3,967
Divid. par act. en frs..	8	8	11	17	24	24	24		15

Blanzy

Bénéfices nets.....	3,714	3,727	4,360	4,986	5,628	5,650	5,614	6,613	8,151
Divid. tot.	3,600	3,600	4,200	4,800	5,000	5,400	5,400	6,300	7,800
Par act. fr.	24	24	28	32	36	36	36	42	52

Phos. Tunisiens

Bénéfices nets.....	1,719	1,361	1,409	1,818	1,791	2,463	4,105	9,935	11,117
Amort. et réserves....	580	711	788	747	500	518	1,400	2,937	
Div. tot.	1,040		1,040	1,040	1,170	1,785	2,400	6,000	6,000
Par act. francs.....	20		20	20	15	15	15	30	30

	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921
	En milliers de francs								
Nouvelles galeries réunies :									
Bénéfices nets...	5.334	» 5.231	» 4.262	» 7.000	» 9.708	» 9.540	» 16.972	» 13.532	» 13.532
Amortissements.	4.100	» 4.000	» 1.000	» 5.500	» 1.900	» 1.700	» 3.712	»	»
Div. tot. par act..	5.050	» 5.070	» 3.900	» 6.240	» 7.312	» 7.312	» 8.800	» 8.800	» 10.800
Par act. en fr.....	65	» 65	» 50	» 80	» 75	» 75	» 90	» 90	» 90
Galeries Lafayette :									
Bénéfices nets...	8.296	» 5.449	» 5.042	» 8.800	» 10.444	» 15.000	» 17.500	» 20.120	» 9.000
Amortissements.	4.123	» 1.250	» 1.250	» 5.000	» 6.600	» 5.100	» 5.875	»	» 1.800
Div. tot.....	2.996	» 3.000	» 3.000	» 3.000	» 5.900	» 8.400	» 8.400	» 8.400	» 4.770
Par act. en fr.....	7 65	» 7 50	» 7 50	» 7 50	» 9 95	» 12	» 12	» 12	» 7 95
Le Printemps :									
Bénéfices nets...	7.208	» 4.707	» 2.873	» 5.838	» 5.855	» 10.128	» 10.173	» 12.706	» 9.163
Amortissements.	3.000	» 3.000	» 1.073	» 2.500	» 3.000	» 4.000	» 4.000	»	» 3.000
Div. par act. en francs.....	18 42	» 9 78	» 10 02	» 14 03	» 17 97	» 21 30	» 22 72	» 25 41	» 18 39
Grands Moulins Corbeil :									
Bénéfices nets...	1.112	» 1.210	» 1.350	» 1.381	» 1.850	» 1.580	» 3.661	» 2.683	» 2.736
Amort. et rés....	690	» 426	» 567	» 569	» 592	» 204	» 747	»	» 267
Div. par act. en francs.....	7 50	» 7 0	» 7 50	» 7 50	» 12 50	» 12 50	» 20	»	» 20

bénéficié de l'importance prise par le trafic avec les pays au delà des mers et de la hausse des frêts. Témoins les chiffres suivants :

(Voir tableau page 59)

Nous remarquerons dans ce compartiment l'importance des réserves et amortissements effectués, surtout dans le but de parer aux risques de guerre et de couvrir les pertes de bâtiments occasionnées par la guerre sous-marine allemande. Les bénéfices distribués n'en marquent pas moins une progression presque constante à partir de 1915 jusqu'à 1921 où ils subirent de notables réductions.

Enfin, les valeurs de banque ont fourni leur apport, mais dans une assez faible mesure, dans l'accroissement du revenu des valeurs mobilières. Citons quelques chiffres, ceux qui toujours nous renseignent le mieux à ce sujet : bénéfices nets, amortissements et réserves, et dividendes distribués :

(Voir tableau page 60)

Nous n'avons pris que les Établissements de Crédit jouissant d'un privilège et un type de banque d'affaires, la Banque Nationale de Crédit, qui, dans l'ensemble, ont vu leurs bénéfices s'accroître pendant la guerre et encore toutes celles, appartenant à cette seconde catégorie, n'ont pas eu le même sort heureux ; des exemples récents nous l'ont prouvé.

La BANQUE DE FRANCE a été la grande bénéficiaire de la situation, profitant des taux élevés de son escompte et de ses avances sur titres aux particuliers et de ses avances au Trésor, mais n'a pu accroître beaucoup les dividendes de ses actionnaires, par suite des obligations qui lui incombent en contrepartie de son privilège, notamment la redevance à l'État, qui a réduit davantage encore dès 1918, par application de la loi du 20 décembre 1918 sur le renouvellement du privilège, la portion de ses profits à répartir. Toutes les Sociétés de Crédit d'ailleurs ont procédé à de larges réserves pour couvrir les pertes éventuelles sur leur portefeuille moratorié.

Nos autres grandes banques françaises : COMPTOIR D'ES-

	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921
<i>Compagnie générale Transatl.</i>									
Bénéf. nets.....	2.371	»	2.405	4.787	7.164	7.922	9.166	14.701	22.727
Amortissements.....	8.088	6.065	22.060	42.315	36.437	35.835	29.169	»	14.163
Div. tot.	2.340	»	2.340	4.680	7.090	8.000	9.200	10.800	8.640
Par act. en francs.....	9	»	9	18	20	20	23	27	16
<i>Chargeurs Français :</i>									
Bénéfices nets.....	2.005	1.344	4.101	5.208	4.243	3.986	3.737	3.492	1-683
Amortissements.....	1.843	654	3.002	3.752	2.987	2.537	2 66	244	1.683
Div. tot.	394	525	750	1.089	942	1.156	1.257	257	»
Par act. en francs.....	75	75	100	145	125	150	160	160	20
<i>Messageries Maritimes :</i>									
Bénéfices nets.....	1.138	639	7.584	4.858	5.278	5.322	5.580	4.993	3.944
Amortissements.....	4.206	4.737	9.338	16.428	21.580	30.125	22.183	5.814	3.944
Div. tot.	»	»	»	»	2.700	3.600	4.500	4.500	»
Par act. en francs.....	»	»	»	»	15	20	25	15	»

[illegible]

COMPTE, CRÉDIT LYONNAIS, SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, banques de dépôt, assez touchées au début des hostilités par les divers moratoires et par la crise boursière et financière ayant précédé la paralysie des affaires, n'ont pu de ce fait réaliser par la suite que les bénéfices nécessaires pour atténuer les préjudices subis et revenir à leurs chiffres d'avant-guerre.

De cet exposé, il ressort nettement que la plupart des entreprises françaises ayant travaillé directement ou indirectement pour les besoins de la Défense Nationale, ont réalisé d'importants bénéfices, mais dont une petite partie seulement a été distribuée à titre de dividendes, la plus grosse ayant servi à effectuer de larges amortissements et à constituer des réserves pour le paiement de l'impôt sur les bénéfices de guerre. D'après les chiffres récemment publiés, notons, à titre de renseignement, que la valeur des bénéfices de guerre, imposés d'après les dispositions de la loi du 1^{er} juillet 1916, s'élevait à plus de 10 milliards.

L'accroissement des dividendes sur les principales valeurs types dont nous avons relevé les résultats obtenus au cours des années 1913 à 1921, suivant les renseignements publiés, expliquerait déjà en partie l'augmentation du revenu des valeurs mobilières françaises pendant la guerre.

Cependant, cette augmentation aurait été bien plus forte si les bénéfices réalisés par les Sociétés industrielles et commerciales que nous venons d'examiner, n'avaient pas été atténués par les pertes subies par certaines autres. Sans parler des usines, manufactures et établissements divers, situés en régions envahies et qui, obligés de cesser toute exploitation, n'ont pu payer les coupons de leurs titres, disons quelques mots sur la situation actuelle de nos transports ferroviaires.

On sait quel rôle de premier plan ont joué nos chemins de fer au cours des hostilités et quels services ils y ont rendus. Mais, par suite de leur emploi intensif, et des dépenses considérables, nécessitées par l'entretien du matériel, soumis à une usure rapide, par la hausse énorme du charbon et surtout par l'élévation constante des salaires des employés, nos grandes compagnies sont sorties victimes de l'épreuve.

En 1913 déjà, leur situation n'était pas très brillante, et qui a suivi l'histoire de nos chemins de fer a pu voir combien peu satisfaisant était leur résultat. Mais les attraits de leurs titres n'en demeuraient pas moins vifs et ceux-ci étaient toujours considérés comme des valeurs de père de famille. En vertu des accords de 1883 les 5 compagnies étaient assurées de la garantie d'intérêt par l'État, ce qui certes était une sécurité pour les actionnaires, mais ce qui par contre leur ôtait des perspectives d'avenir pour l'augmentation de leurs dividendes. Depuis le 1^{er} janvier 1915, le Nord et le P.-L.-M. devaient pourvoir aux charges de leur capital par leurs propres moyens, cette garantie d'intérêt ayant expiré pour eux.

On sait les dégâts subis par la première compagnie du fait de l'occupation. Les autres compagnies, parmi lesquelles l'Est, qui a souffert aussi particulièrement de l'invasion allemande, présentent depuis 1913, une situation financière progressivement déficitaire, à laquelle ne purent remédier les deux relèvements successifs de tarifs, établis, l'un de 25 %, par la loi du 31 mars 1918, et l'autre (de 45 % pour les troisièmes classes, 50 % pour les secondes et 55 % pour les premières et 115 % pour le transport des marchandises) par la loi du 14 février 1920, relèvements trop timides en regard des charges rapidement croissantes qui leur incombaient. C'est que si, de 1913 à 1920, les recettes ont augmenté de 167 %, les dépenses, elles aussi, accusent une progression de 447 % (1).

Alors qu'en 1914, la dette de garantie était de 617 millions, soit 280 pour l'Orléans et 337 pour le Midi, elle atteignait fin 1920, 1.747 millions, ainsi répartis :

Nord	11 millions
Est	503 —
P.-L.-M.	20 —
Orléans	824 —
Midi	389 — (2)

En résumé, la dette contractée, du chef de la garantie d'intérêt, par les cinq compagnies concessionnaires envers l'État, s'éle-

(1) *Economiste Européen* du 22 Avril 1921.

(2) — — — 14 octobre 1921

vait au 31 décembre 1920 à : 2.555.885.561 frs (capital et intérêts accumulés) (1).

D'autre part, le Nord et le P.-L.-M. ont porté au compte de premier établissement par application de la loi du 26 décembre 1914 :

Nord	1.062 millions
P.-L.-M.	1.165 —

Soit 2.227 millions (2)

Le tableau ci-dessous sera la preuve la plus éloquente du bilan désastreux laissé par la guerre à nos grandes compagnies de chemins de fer qui, espérons-le, vont retrouver de beaux jours bien gagnés par elles, sous le nouveau régime résultant de la loi du 24 octobre 1921, dont l'heureuse influence se constate déjà pour l'exercice 1921.

Résultats d'exploitation des 6 grands réseaux français de 1913 à 1921 (en milliers de francs)

Années	Coef. d'Expl.	Recet. tot.	Dép. d'Expl.		Pr. nets.	Charg. cap.	Déf. Total
1913	63,2	2.020 1	1.276 5	+	743 6	822 9	79 3
1914	69,1	1.733 1	1.196 9	+	536 2	847 9	311 7
1915	66,7	1.815 5	1.214 0	+	601 5	973 5	272 0
1916	69,8	2.233 2	1.559 2	+	674 0	891 2	217 2
1917	7,44	2.433 8	1.812 0	+	621 8	909 0	287 2
1918	81,9	2.969 2	2.433 4	+	534 8	982 9	448 1
1919	107,4	3.851 0	4.137 3	—	286 3	1.074 6	1.369 9
1920	136	5.406 0	7.192 0	—	1.766 0	1.197 0	2.963 0
1921	114,8	5.904 0	6.780 0	—	876 0	1.211 0	2.087 0 (3)

Le déficit global a atteint, du 1^{er} juin 1914 au 31 décem-

(1) Economiste Européen du 22 avril 1921.

(2) — — — 14 octobre 1921

(3) « Economiste Européen » des 22 avril 1921 et 1^{er} septembre 1922.

bre 1921, le chiffre de 7 milliards 660 millions se répartissant ainsi entre les 6 Compagnies :

État	2.295 millions
P.-L.-M.....	1.612 —
Nord.....	1.307 —
Orléans	1.212 —
Est	663 —
Midi	571 —

7.660 millions

C'est à la garantie d'intérêt que les actionnaires ont dû de toucher un dividende minimum frappé d'ailleurs d'impôts croissants qui le diminuaient sensiblement.

En résumé, nous avons vu d'où provenait l'augmentation du revenu des valeurs mobilières des sociétés françaises : énormes bénéfices réalisés par les entreprises industrielles et commerciales ayant travaillé directement et indirectement pour les besoins de la Défense Nationale, bénéfices dont une partie, non la plus forte, a été distribuée à titre de dividendes. Une autre partie de ces bénéfices, la plus considérable, a été investie dans d'importantes immobilisations ou a servi à effectuer de très larges amortissements et à constituer d'abondantes réserves en vue des nécessités de l'avenir et pour faire face au paiement de l'impôt sur les bénéfices de guerre.

L'augmentation, qui en est résultée, du revenu des valeurs mobilières de ces entreprises et qui est due pour une grande part aux conséquences des événements de 1914, aurait pu être plus considérable, si d'autres entreprises ne s'étaient pas vues contraintes de cesser leur fonctionnement à la suite de ces mêmes événements et n'avaient pas dû supprimer toute distribution de bénéfices ou diminuer le montant de leurs dividendes. Mais l'augmentation des bénéfices réalisés par les Établissements profiteurs de la guerre, lato sensu, a largement dépassé le montant des diminutions ou des pertes de ceux qui en étaient les victimes, et c'est cet excédent qui constitue la deuxième source, très importante, de

l'accroissement du revenu des valeurs mobilières, en France, entre 1913 et 1921.

SECTION III

*Nombreuses émissions de titres effectuées par des sociétés commerciales et industrielles
particulièrement à partir de 1917 et après l'armistice.*

La fabrication intensive, imposée par les événements dès la fin de 1915, de canons, de munitions et de matériel de guerre de toutes sortes, et la satisfaction des besoins de la population civile au cours de ces 7 dernières années ont entraîné la création de nouvelles entreprises industrielles et commerciales et l'extension d'un grand nombre d'anciennes. Cette double conséquence se manifesta par des émissions croissantes de valeurs mobilières. Pour faire face à la situation qui leur était créée, toutes ces entreprises durent faire de formidables et pressants appels de capitaux sous la forme de mise en circulation d'actions et d'obligations, qui allaient constituer pour les souscripteurs et les acheteurs une source nouvelle de revenus.

Mais il faut considérer d'autre part que l'État, voulant s'assurer la majeure part des ressources du Pays et supprimer à son profit toute concurrence sur le marché des capitaux, apporta par la loi du 31 mai 1916 des restrictions à la faculté d'émettre en France des valeurs mobilières par voie d'appel au crédit. Aux termes de cette loi, « l'émission, l'exposition, la mise en circulation, « l'introduction sur le marché en France de titres de rente, emprunts « et autres effets publics des gouvernements Étrangers, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, de villes, Corporations ou Sociétés françaises ou Étrangères sont interdites « à partir de la promulgation de la présente loi jusqu'à une date « à fixer par décret en conseil des ministres après la cessation « des hostilités. »

Cette mesure s'imposait, en raison des circonstances, mais toutefois l'intensité déployée dès fin 1915 par les industries tra-

vaillant pour la défense nationale et, depuis l'armistice, la reprise de l'activité économique ont amené le Ministre des Finances à accorder par arrêté d'assez nombreuses dérogations, ainsi d'ailleurs que lui permettait le dernier § de l'article 1 de la loi précitée.

Dans son discours du 24 juillet 1919, à la Chambre des Députés, M. Klotz a fourni à ce sujet, les renseignements suivants :

Années	Émissions autoris.	Refus d'autorisat.
1916	130	25
1917	250	51
1918	335	57
1919 (1 ^{er} semestre)	280	31

Capitaux sur lesquels ont porté les émissions autorisées.

Années	Montant
1916	319 millions de francs.
1917	975 millions de francs.
1918	2027 millions de francs.
1919 (1 ^{er} semestre)	1580 millions de frs (1)

Le chiffre de ces émissions s'est encore accru au cours du second semestre 1919 et surtout pendant les années 1920 et 1921, formant, pour chacune de ces trois années, un total très supérieur à celui des années antérieures à la guerre.

L'Association des Porteurs Français de valeurs mobilières, association dont le but est de constituer un centre d'informations et un organe de défense des intérêts des porteurs de valeurs mobilières, a publié dans ses annuaires de 1913 et de 1915-1920, ainsi que mois par mois, postérieurement à cette dernière date, des statistiques aussi complètes que possible et fort intéressantes, au sujet des émissions de titres effectuées sur le marché français au cours de ces dernières années.

D'après ces documents, nous avons vu plus haut (2) que le montant des émissions des valeurs mobilières s'élevait au cours des années 1913 à 1921, au chiffre formidable de 207.488 millions.

(1) Annuaire de l'association nationale des porteurs Français de valeurs mobilières 1915-1920 — page 554.

(2) Avant propos — page

Nous groupons en un tableau d'ensemble le montant de ces émissions, mais sans y faire figurer les chiffres relatifs aux emprunts contractés par l'État de 1913 à 1921, dont l'introduction en bourse s'est faite d'office et dont nous connaissons déjà l'importance et la nature.

STATISTIQUE DES ÉMISSIONS RÉALISÉES SUR LE MARCHÉ FRANÇAIS
du 1^{er} janvier 1913 au 31 décembre 1921

(en milliers de francs)

Classification	1913	1914	1915	1916
Emprunts Coloniaux	61.493	70.869	»	»
Emprunts départementaux .	»	»	»	»
Chemin de fer État	100.000	200.000	»	»
— Français	403.429	348.500	253.360	313.200
Sociétés françaises	995.462	622.591	38.030	221.705
Stés Franc. Exploitant à l'Étranger	206.853	65.262	2.000	25.662
Fonds d'État étrangers	667.883	1.000.000	funding	funding
Villes et Prov.	63.831	»	»	»
Sociétés étrangères	868.976	932.061	50.000	70.343
	3.367.927	3.239.283	343.390	630.910

Classification	1917	1918	1919	1920	1921
Emprunts Col. ...	»	»	»	»	275.000
Empr ^{ts} Départ. ...	510.000	»	1.500.000	230.000	2.164.695
Chem. fer État ...	»	»	750.000	»	»
— Franç. .	496.261	489.800	1.396.800	1.211.303	3.207.278
Stés françaises ...	1.400.924	1.211.226	6.930.496	11.856.715	10.536.769
Stés Franç. Expl. à l'étranger	65.336	11.200	81.808	311.000	{ 219.977
Fonds État étran.	funding	»	20.000	»	
Stés étrangères...	231.404	35.000	96.500	29.373	
	2.703.925	1.747.226	10.775.604	13.638.391	16.403.719

Dans ce tableau n'est pas compris le montant des capitaux employés hors de France, notamment à l'occasion de l'exercice des droits de souscription des actionnaires français aux augmentations de capital de Sociétés Étrangères et de la souscription en France aux Emprunts d'États alliés, mais ce montant ne doit pas être considérable par rapport au total ci-dessus.

Remarquons tout d'abord un parallélisme assez étroit entre

ce tableau et celui donnant le montant du revenu des valeurs mobilières au cours de ces mêmes années. En effet, dans l'un et dans l'autre se manifestent des fluctuations de même sens et chacun porte de la même manière l'influence des événements de la guerre : il y a bien là entre ces chiffres respectifs des relations de cause à effets.

Après 1913, année normale, se produit le fléchissement causé par le cataclysme de 1914 et qui se poursuit en 1915. En 1916, malgré les restrictions apportées à la faculté d'émission de valeurs mobilières, se marque une reprise qu'explique aisément l'essor des entreprises de toutes sortes travaillant pour la défense nationale, reprise qui s'accroît en 1917 et qui correspond à l'activité progressivement intensive de ces entreprises. La cessation des hostilités entraîne une réduction très notable des émissions et, sur ce point, les deux courbes s'écartent l'une de l'autre pour reprendre bientôt leur marche parallèle. Brusquement, le montant des émissions s'élève à 10 milliards en 1919, à 13 milliards en 1920, et à 16 milliards en 1921, ce qui s'explique par le besoin intense de capitaux de toutes les entreprises pour coopérer à la restauration économique du Pays et satisfaire aux demandes de toutes les sources d'activité nationale. En ce qui concerne les émissions d'actions par les Sociétés françaises au cours de cette dernière année : 1.693.522.000 fr., correspondent à des augmentations de capital et 590.086.000 fr., à des créations de nouvelles entreprises.

Nous laisserons de côté pour le moment les valeurs étrangères, dont les émissions ont été très faibles ces dernières années, tant du fait de la loi du 31 mai 1916 susvisée que des restrictions apportées aux exportations de capitaux pendant la guerre (Loi du 4 avril 1918) et de la nécessité d'obtenir à cet effet une autorisation spéciale de la Commission des Changes. D'ailleurs, nous nous réservons l'étude particulière du revenu des valeurs mobilières étrangères à l'occasion de la question de notre portefeuille étranger et du change.

Restent donc, en dehors des emprunts d'État, les émissions de valeurs mobilières françaises dont il est intéressant de connaître les détails.

Les emprunts coloniaux et des départements et villes n'ont pas été bien importants ces dernières années, car les finances d'État attiraient à elles les capitaux qu'elles ne laissaient pas aux entreprises privées. En 1913, il a été émis par l'Indo-Chine 110.987 obligations de 500 fr. et par le Congo 12.000 obligations de 500 fr., celles-ci constituant la dernière tranche de l'emprunt de 1909, et en 1921 par le gouvernement général de l'Algérie, 550.000 obligations 6 % de 500 fr. Parmi les villes françaises, seule la Ville de Paris a effectué de gros appels au crédit pour subvenir aux charges municipales croissantes. En 1917, elle a mis sur le marché pour 510 millions d'obligations 5 ½ %, en 1919 pour 1 milliard 500 millions d'obligations 5 % et en 1921 pour 1 milliard 800 millions d'obligations 6 %. A signaler, au cours de cette dernière année, divers emprunts de reconstitution émis par des départements et villes sinistrés et gagés par des annuités de l'État, dans les conditions prévues par les lois des 31 juillet et 31 décembre 1920.

Le Trésor a emprunté pour le réseau des chemins de fer de l'État 100 millions en 1913 et 200 millions en 1914, représentant les deux dernières tranches de l'Emprunt de 600 millions voté en 1912, et 750 millions en 1919.

Quant aux grandes Compagnies de Chemins de fer, nous connaissons leur situation avant la guerre, au cours des hostilités et depuis l'armistice. Écrasées par des charges croissantes, elles doivent, pour y faire face d'une façon permanente, recourir au crédit, les recettes normales étant insuffisantes pour couvrir les dépenses de même nature, sans préjudice de la garantie d'intérêt de l'État qui, sauf pour le Nord et le P.-L.-M. depuis 1915, assurait, jusqu'à l'adoption du nouveau régime, le service de leurs actions et obligations.

Voici quel était le montant des obligations émises par les cinq grandes C^{ies} de chemin de fer en 1913, année normale, obligations que les souscripteurs pouvaient se procurer soit dans les Établissements de crédit, soit aux guichets mêmes des C^{ies} :

*Obligations placées par les 5 Cies.
en 1913*

Compagnies	Nombre de titres	Produit
Est	188.255	80.966.831.77
Lyon	365.940	144.464.409.71
Midi	115.775	46.478.936.63
Nord	167.411	67.410.210.51
Orléans	160.298	64.109.000.—»
	997.679	403.429.388.62

La guerre a réduit certes pendant les trois premières années les émissions des compagnies, mais bientôt celles-ci atteignaient et dépassaient vite les chiffres de 1913. Malgré les deux relèvements de tarifs, les déficits respectifs des réseaux s'élargissaient et seules des ressources par voie d'emprunt pouvaient les combler au fur et à mesure.

En voici le tableau de 1915 à 1921 :

Compagnies.	1915	1916	1917	1918
Nord.....	97.373.500	67.380.000	148.591.500	127.700.000
Est.....	29.406.000	44.370.000	66.695.000	29.200.000
P.-L.-M. ...	63.786.250	112.530.000	129.899.000	157.400.000
Orléans	32.202.000	46.150.000	102.583.000	138.800.000
Midi	30.593.000	42.770.000	48.492.500	36.700.000
Totaux	253.360.750	313.200.000	496.261.000	489.800.000
	1919	1920	1921	Total
Nord.....	517.400.000	250.730.000	717.931.000	1.927.106.000
Est.....	70.800.000	252.470.000	122.489.000	615.430.000
P.-L.-M. ...	527.400.000	200.090.000	1.468.041.000	2.659.146.250
Orléans	154.300.000	201.280.000	468.544.000	1.143.859.000
Midi	126.900.000	152.850.000	430.273.000	868.578.500
Totaux	1.396.800.000	1.057.420.000	3.207.278.000	7.214.119.750

C'est donc plus de 7 milliards, dont 3.200 millions rien que pour 1921, que le public a fournis aux compagnies depuis 1915, pour leur permettre de réparer l'usure du matériel et des voies de communications, en partie détruites sur les réseaux de l'Est et du Nord. Pour les porteurs de titres cela représente plus de 200 millions de revenus bruts à toucher chaque année. Il faut remarquer qu'une partie des souscriptions a été effectuée au moyen des capitaux provenant d'amortissements d'anciens titres. Voici d'ailleurs quel est le montant des remboursements effectués par les 6 grandes compagnies au cours des années 1913 à 1921 :

Années	Nombre d'oblig. amorties	Montant en capital (millions)
1913.....	437.256	219.2
1914.....	403.067	186.2
1915.....	481.731	224.1
1916.....	501.374	258.5
1917.....	530.251	263.9
1918.....	565.809	272.6
1919.....	601.456	303.8
1920.....	672.303	352.0
1921.....	740.656	377.3

Soit un total de : 4.933.903 pour 2.457.6 (1)

Arrivons maintenant à la catégorie la plus importante et la plus intéressante des valeurs mobilières françaises : Sociétés d'Entreprises minières, commerciales et industrielles, dont l'activité a été si intense depuis 1916.

Alors que les émissions de ces titres étaient de : 1.202.315.000 en 1913 et de 687.853.000 pendant les sept premiers mois de 1914, elles ont passé de 40.030.000, leur minimum en 1915, à 12 milliards 167.715.000 leur maximum en 1920 et à 10.536.769.000 en 1921. Il est nécessaire d'entrer dans le détail de ces entreprises et de considérer chaque branche en particulier, afin d'en mesurer la part dans cette énorme progression.

Le tableau ci-contre donne, pour les années 1915-1921, des chiffres pour chaque genre d'entreprises. Aucune émission n'a été faite dans les 5 premiers mois de la guerre.

(1) « Le Rentier » du 27 mars 1922.

Émissions détaillées des Sociétés françaises du 1^{er} août 1914 au 31 décembre 1921.
(En milliers de francs.)

Classification	1915		1916		1917		1918	
	Act.	Obl.	Act.	Obl.	Act.	Obl.	Act.	Obl.
Banques et Crédit Foncier	1.000		550	»	65.500	600 000	13.000	1.000
Stés Groupements sinistrés	1.800	50		»	750	2.200	1.400	500
Assurances	»	1.400	»	»	1.000	3.000	10.100	5.500
Immobilières	»	7.350	»	8.000	»	»	»	»
Tramways	»	»	»	»	6.303	»	»	3.000
Eaux, ports, Docks	»	»	»	»	»	»	»	»
Canaux	»	»	»	»	»	»	7.500	»
Gaz	500	4.000		43.000	7.000	5.000	16.500	12.300
Electricité	800	11.100	8.825	50.375	79.765	176.500	75.631	101.650
Autos et aviation	1.250	200	»	»	2.500	21.000	30.000	47.500
Métallurgie	3.075	»	13.550	15.000	110.957	135.300	222.142	308.500
Produits Chimiques	»	»	46.305	3.350	17.250	42.500	112.350	29.500
Matériaux de construction	400	»	1.500	»	4.675	1.000	7.050	900
Mines	»	»	»	2.150	400	3.500	13.905	1.840
Navigation	»	»	6.875	15.000	23.900	22.000	14.000	8.500
Valeurs diverses	6.505	600	12.492	20.395	61.750	72.511	59.653	118.505
	15.330	24.700	90.097	157.270	381.750	1.084.511	583.231	639.195
	40.030		247.367		1.466.261		1.222.426	

Émissions détaillées des Sociétés françaises du 1^{er} août 1914 au 31 décembre 1921 (suite).
(En milliers de francs.)

Classification	1919			1921			Total
	Actions	Obligat.	Actions	Oblig.	Actions	Oblig.	
Banques et Crédits Fonc.	645.450	4.035.000	1.135.700	5.100.000	237.175	4.200.000	16.034.375
Stés et Group ^{ts} sinistré	»	»	»	»	»	»	2.036.254
Assurances	34.200	»	118.000	1.600	43.470	8.700	212.670
Immobilières	26.000	18.500	215.175	112.905	57.625	96.650	547.855
Tramways	69	17.745	5.450	14.500	100.370	28.500	181.984
Eaux, ports, Docks	7.050	26.966	3.500	53.500	32.550	26.816	159.685
Canaux	500	19.000	15.500	23.000	41.090	22.500	129.090
Gaz	»	8.680	7.700	42.945	73.034	74.500	294.659
Électricité	173.537	180.350	330.929	356.575	200.853	289.350	2.035.940
Autos et aviation	12.750	31.500	52.150	129.000	56.532	79.900	463.632
Métallurgie	161.212	649.583	567.431	826.925	279.515	543.690	3.835.255
Produits Chimiques	47.775	53.210	247.020	97.794	391.919	64.150	1.156.198
Matériaux de construct.	29.029	51.500	148.840	62.700	80.014	146.125	533.333
Mines	5.350	64.500	207.809	73.900	181.520	85.500	640.774
Navigation	82.260	179.500	210.380	113.000	46.653	201.300	923.368
Valeurs diverses	235.688	215.400	1.059.187	834.600	461.288	349.226	3.507.800
	1.460.870	5.551.434	4.324.771	7.842.944	2.283.608	8.253.161	32.692.872
		7.012.304		12.167.715		10.536.769	

Ainsi donc, les Sociétés Françaises : Entreprises minières, commerciales et industrielles, exploitant tant en France qu'à l'Étranger, ont procédé à des émissions de titres qui de 40 millions en 1915 ont passé à plus de 12 milliards en 1920 et à 10 milliards $\frac{1}{2}$ en 1921, soit sous la forme d'actions, pour constitutions ou augmentations de capital, soit sous la forme d'emprunts en obligations ou en Bons.

La première place dans ce formidable accroissement revient aux Sociétés de Banque et de Crédit Foncier, dont le montant des émissions s'élevait en 1915 à 1 million seulement, et qui a atteint en 1920 6 milliards 235 millions et 4 milliards 437 millions en 1921. Mais remarquons que sous cette rubrique figure le Crédit National, organisme dont le capital a été constitué par les grosses Sociétés bancaires et industrielles françaises, pour faciliter la réparation des dommages causés par la guerre, et qui est chargé, pour le compte de l'État, d'assurer aux sinistrés le paiement de leurs dommages, et de consentir des prêts à longs termes aux industriels et aux commerçants. Cet organisme qui, à l'heure actuelle, a payé plus de 18 milliards, a émis, pour se procurer les ressources nécessaires, en 1919 et 1920, deux emprunts de 4 milliards chacun et un de 3 milliards, en 1921, emprunts dont les intérêts sont gagés sur des annuités inscrites au budget de l'État. C'est là la caractéristique des emprunts de reconstitution effectués par les Sociétés ou groupements de Sociétés sinistrées qui en ont émis pour deux milliards 036.254.000 en 1921. Vient ensuite le compartiment des entreprises métallurgiques, qui ont emprunté un million 450 mille fr. en 1915, et 1 milliard 394 millions en 1920, au total plus de 3 milliards 800 millions de 1915 à 1921. Ces capitaux étaient indispensables pour permettre aux industriels de remettre en marche leurs usines, d'acheter des machines et des matières premières, d'assurer l'entretien de l'outillage et de la main d'œuvre afin de forger les instruments de la victoire d'abord, et de travailler ensuite au relèvement de nos ruines et à la restauration économique du Pays.

Les entreprises d'électricité, qui ont emprunté plus de 2 mil-

liards au cours de ces mêmes années, ont été, pour les mêmes raisons impérieuses, les collaboratrices des entreprises métallurgiques, à qui elles fournissaient la force motrice et l'éclairage.

Parmi les autres entreprises qui ont fait le plus appel au crédit pendant cette même période, citons les usines de produits chimiques qui ont absorbé plus de 1.100 millions et dont la part fut immense dans les productions de guerre, et les entreprises de transports maritimes (près d'un milliard), qui avaient besoin de disponibilités pour parer aux pertes de navires. A signaler encore, pour le chiffre de leurs émissions, les Sociétés minières (640 millions), en particulier les charbonnages, ceux du moins dont l'exploitation n'a pas été arrêtée par l'invasion, les usines de constructions d'automobiles et d'aviation (463 millions), dont on sait quel fut le rôle au cours des hostilités, les sociétés immobilières (547 millions) et de matériaux de constructions (533 millions).

Dans les valeurs diverses, dont l'émission a été de 3 milliards 507 millions, il faut signaler celles des Sociétés d'Alimentation, des manufactures, des entreprises commerciales, des imprimeries et des fabriques de papier.

En résumé, sans tenir compte des emprunts d'État que nous avons déjà vus et des valeurs étrangères dont nous nous occuperons plus loin, nous constatons que les émissions sur le marché français ont atteint de fin 1912 à fin 1921 un chiffre global de plus de 46 milliards, dont plus de 32 milliards $\frac{1}{2}$ par les sociétés françaises exploitant tant en France qu'à l'Étranger, avec une moyenne mensuelle de 220 millions en 1913, de 1093 millions en 1920 et de 1.370 millions en 1921. Les intérêts correspondant à ces capitaux et servis aux souscripteurs et acheteurs des titres émis, actions, bons et obligations, ont, non seulement compensé l'extinction des intérêts afférents aux titres de même nature amortis et remboursés, mais encore ont apporté au pays un excédent de revenus, qui constitue et explique pour une grande part l'augmentation qui se manifeste sur les valeurs françaises et étrangères abonnées, desquelles il a été tiré 3 milliards 400 millions en 1913, et plus de 7 milliards 700 millions en 1921.

SECTION IV

Hausse du taux de l'intérêt des emprunts effectués tant par l'Etat que par les Entreprises privées

On a assisté depuis quelques années à une très forte et rapide hausse du taux de l'intérêt, due naturellement aux répercussions de la guerre. Alors que, en 1913, chez nous — et le fait était général en Europe — on empruntait officiellement à 3 %, actuellement l'État émet des titres de rente à 6 % et les entreprises privées offrent des obligations à 7 ou 8 %. Encore ne s'agit-il là que d'un taux nominal, car, si l'on tient compte que ces émissions sont effectuées sensiblement au dessous du pair, il en ressort un taux effectif bien supérieur.

Certes déjà plusieurs mois avant le cataclysme, à l'extérieur du Pays, un horizon politique qui se couvrait de nuages et devenait de plus en plus menaçant et, à l'intérieur, des mesures fiscales à tendance vexatoire à l'égard de la fortune acquise, faisaient peser un malaise sur l'épargne française et, en juillet 1914, l'Emprunt tant attendu se fit sous la forme d'un 3 ½ % amortissable. Mais l'ascension du taux de l'intérêt ne s'est produite dans de vastes proportions qu'aussitôt l'ouverture des hostilités.

Nous nous trouvons amenés à parler de l'importante question de l'augmentation du loyer de l'argent, dont nous ne voulons ici que résumer les idées générales dans la mesure où elles touchent à l'objet de notre étude, et montrer que ce phénomène constitue une des causes de l'accroissement du revenu des valeurs mobilières, constaté en France entre 1913 et 1921.

* * *

Le marché des capitaux est régi, comme tout marché, par la loi de l'offre et de la demande. La guerre, en suspendant la vie économique et en apportant dans les échanges les plus grandes perturbations, détruisit l'équilibre de ces deux facteurs, dans leur fonctionnement normal.

Les divers moratoria (échéances, dépôts, loyers, etc...), édictés dans les premiers jours d'août 1914, ont immobilisé des fonds considérables en les frappant d'indisponibilité. La mobilisation et

l'arrêt de toute activité industrielle et commerciale qui devait s'ensuivre, mirent obstacle à la formation de nouvelles richesses, alors que l'ennemi et les destructions par le fer et par le feu en anéantissaient beaucoup d'anciennes. Ainsi, l'offre des capitaux devint très faible en face d'une demande prodigieuse.

Celle-ci provenant à peu près exclusivement de la part de l'État, se révéla tout de suite formidable. Les premiers frais de la mobilisation, l'entretien des armées, le ravitaillement de la population civile, le paiement des allocations et des soldes..., la fabrication intensive d'armes, de canons, de munitions et de tout le matériel et l'outillage nécessaires exigeaient des ressources dont on avait peine alors à mesurer l'importance et qui allaient se chiffrer par milliards.

On en jugera, en considérant la progression des dépenses de l'État au cours des hostilités :

	Moyenne par mois
1 ^{er} août - 31 décembre 1914 :	6.263 millions - 1.250 millions.
année 1915 :	22.721 millions - 2.000 millions.
— 1916 :	29.634 millions - 2.470 millions.
— 1917 :	37.464 millions - 3.000 millions.
— 1918 :	45.988 millions - 3.382 millions.

On reste effrayé devant ces sommes, surtout si l'on songe que les dépenses de guerre s'élevaient rien que pendant les 5 derniers mois de 1914 à plus de 6 milliards, alors que l'épargne annuelle du Pays était évaluée, à ce moment là, à 5 milliards environ.

De plus, l'incertitude de l'avenir, malgré la confiance inébranlable en la victoire, rendait plus exigeants les prêteurs de fonds disponibles, à qui devait être donné l'appât d'un intérêt élevé. Il ne pouvait être question alors de se procurer les ressources nécessaires par l'impôt, quand une partie de la population était aux armées et que les plus riches de nos départements étaient occupés par l'ennemi. Ce fut à la Banque de France que l'État s'adressa pour financer les premières hostilités et c'est d'elle qu'il obtint des avances sous forme d'émissions de billets de banque.

En septembre 1914, eut lieu la création des bons de la Défense Nationale qui comprenait des bons à un mois, portant intérêt à

3,60 % l'an, des bons à 3 mois à 4 %, des bons à 6 mois à 4,50 % et des bons à un an à 5 %. Comme les intérêts étaient payables d'avance et déduits du prix de souscription, le taux réel des bons était, en réalité, supérieur à leur taux nominal et ressortait à 3,74 % pour les bons à un mois, 4,16 % pour les bons à 3 mois, 4,71 % pour les bons à 6 mois et 5,26 % pour les bons à un an. Les intérêts des bons du Trésor ordinaires également furent augmentés dans de semblables proportions.

C'est à 5 % que furent émises en 1915 les obligations décennales de la Défense Nationale, produisant un intérêt réel supérieur, puisqu'elles étaient offertes avec 4 % de prime.

Le premier emprunt de la défense nationale, en novembre de la même année, fut du type 5 % perpétuel, donnant au prix de 87,25 %, auquel il fut émis en libéré, un rendement effectif de 5,73 %. Le 2^e emprunt, en 1916, eut lieu à peu près aux mêmes conditions et avec le même intérêt.

Certes, en 1917, l'État ne donna plus que du 4 %, mais c'était là un taux purement nominal, car chaque titre de 100 fr., ayant été émis à 68,60, son revenu réel ressortait à 5,83 %, supérieur à celui des précédents emprunts. Le 4 % 1918, offert à 70,80 %, faisait ressortir un taux d'intérêt effectif légèrement inférieur, soit 5,60 %. Il faut considérer que ce 4^e emprunt fut émis au moment de la débacle allemande et de l'armistice glorieux du 11 novembre 1918, et que l'enthousiasme de la victoire contribua au succès autant que les avantages accordés aux capitalistes. L'élément psychologique eut sa large part et l'État n'eut pas besoin de recourir à un intérêt plus élevé que celui des précédents emprunts.

Mais, en 1920, il fallut revenir au 5 %. On choisit le type amortissable, émis à 100 fr., mais comme il était remboursable à 150 fr., soit avec 50 % de prime, le souscripteur se trouvait posséder un titre lui rapportant du 5,70 %, en calculant les chances d'amortissement. Enfin, en novembre de la même année, l'État empruntait officiellement à 6 % en rente perpétuelle et émettait en 1921 des Bons du Trésor à 6 %, intérêts payables d'avance.

Nous résumons, dans le tableau ci-dessous et pour compa-

raison, les conditions au point de vue des taux des grands emprunts d'État émis depuis 1915 :

Date d'émission	Taux nom.	Prix d'émis.	Taux réel
1915 - 25 nov. au 15 déc 5		87.25	5.869
1916 - 5 au 29 oct. 5		88.75	5.824
1917 - 26 nov. au 16 déc. ... 4		68.60	5.959
1918 - 20 oct. au 24 nov. ... 4		70.80	5.806
1920 - 19 fév. au 20 mars .. 5		100.—	5.68
1920 - 20 oct. au 30 nov. ... 6		100.—	6.— (1)

Ici le taux réel est calculé en tenant compte des commissions allouées aux intermédiaires mais non pas, pour le 5 % amortissable 1920, des tableaux d'amortissement.

Malgré tout, la colonne des taux réels montre, qu'en ce qui regarde ces taux, on ne saurait trouver excessive la progression qui s'est fait sentir entre 1915 et le dernier emprunt de 1920, en passant par un chiffre maximum intermédiaire en 1917; le taux réel, en effet, pour cet emprunt est bien près de 6 % et les circonstances d'alors expliquent qu'il en ait pu être ainsi. Il résulte de ces constatations que le crédit d'État a atteint, comme taux d'intérêt moyen, un taux dont la différence avec le taux du premier emprunt de guerre ne dépasse pas 0.13 %. Mais l'énorme progression de l'intérêt, si l'on compare le taux du 1^{er} emprunt à celui qui résulte de la cote des rentes françaises, avant le mois de juillet 1914, s'explique par les circonstances que nous avons vécues et par les conditions psychologiques qui existaient à ce moment là.

Les entreprises privées durent aussi, pour trouver prêteurs, subir les conditions du marché et élever le taux de leurs emprunts au même niveau que celui servi par l'État, souvent même à un niveau supérieur pour compenser les réductions que les impôts allaient faire subir au montant des coupons touchés par les porteurs de titres. Elles é mirent des obligations à 4 %, puis à 5 %, et à 6 %, comme le firent, par exemple, les Compagnies de Chemins de fer.

Les entreprises industrielles ont eu à effectuer des émissions d'emprunt à 7 et 8 %, à un prix inférieur au pair de plusieurs

(1) L'Economiste français du 1^{er} octobre 1921.

points. Pour soutenir la concurrence des emprunts d'État, certaines même ont été amenées à agir comme lui, c'est à dire à exonérer leurs créanciers des impôts présents et futurs en prenant ces impôts à leur charge.

Voici d'ailleurs un tableau résumant les conditions auxquelles ont été faites en France, pendant et depuis la guerre, des émissions d'obligations par des sociétés industrielles. Pour établir une comparaison et mieux suivre la marche des faits, nous prenons comme base les chiffres relatifs à des émissions de même ordre effectuées dans le 1^{er} semestre 1914.

Taux réel comp. imp.			Taux réel comp. imp.			Sociétés
Dates	Taux nomin. 0/0	Prix d'Émis.	Taux réel non comp. imp. 0/0	de droit à charge de Stes	tous imp. à sa charge	
1914 :						
Janv.	5	500	5 »	»	»	Hyd. El. Basses-Pyrénées.
Avril	5	475	» 5.26	»	»	Établissements Arbel.
Juin	5	500	» 5	»	»	Compagnie Transatlantique.
1915 :						
Mai	5 1/2	490	» 5.61	5.59	6.11	Im. Commerciale et Civile.
Oct.	6	475	» 6.31	6.09	6.63	Om. Français Électrique.
Déc.	6	460	» 6.52	6.09	6.63	Société Rhône et Lyon.
1916 :						
Juin	6	490	» 6.12	6.09	6.63	Chargeurs Réunis.
Sept.	6	500	» 6 »	6.09	6.63	Forces Électriques Romanche.
Déc.	6	490	» 6.12	6.09	6.63	Tref. Havre.
1917 :						
Juil.	6	500	» 6 »	6.09	6.60	Produits Chimiques d'Alais.
Juil.	6	485	» 6.18	6.09	6.69	Delaunay-Bellevil.
Octob.	6	480	» 6.25	6.09	6.69	Électricité industrielle.
1918 :						
Janv.	6	490	» 6.12	6.09	6.69	Filatures d'Angers.
Juin	6	492.50	» 6.09	6.09	6.69	Air liquide.
Déc.	6	490	» 6.12	6.09	6.69	Gén. Électrique.
1919 :						
Juin	6	490	» 6.12	6.09	6.69	Établissements Arbel.
Sept.	6	500	» 6 »	6.09	6.69	Hauts Fourneaux Pont-Mous.
Oct.	6	500	» 6 »	6.09	6.69	Basse-Loire Mét.
1920 :						
Janv.	6	492.50	» 6.09	6.09	6.69	Dis. El. Ouest.
Juil.	6	497.50	» 6.03	6.10	7.20	Société Navale Ouest.
Octob.	6 1/2	497.50	» 6.53	6.60	7.75	La Courneuve.
1921 :						
Janv.	7	500	» 7 »	7.10	8.30	At. cht. Sud-Ouest.
Avril	7	497.50	» 7.04	7.10	8.30	Société Exploitation Agricole.
Juil.	7	497.50	» 7.04	7.10	8.30	Force mot. Aspes. (1)

Notons que dans les chiffres des taux réels non compris les impôts ou comprenant les impôts, il n'est pas tenu compte des commissions et remises aux Banques chargées de l'émission.

L'examen de ce tableau permet de voir la marche du taux de l'intérêt des emprunts de Sociétés industrielles. Pendant le 1^{er} semestre 1914, que l'on peut considérer comme une période à peu près normale, les Sociétés ne prennent pas les impôts à leur charge et l'on peut estimer dans l'ensemble que le taux réel de 5 % se maintient au même chiffre que le taux nominal. En 1915, la guerre bat son plein; les Sociétés commencent à se charger, de tous les impôts; le taux nominal d'émission s'élève à 5 1/2 puis à 6 %; le taux réel, d'abord à 5.61, arrive en Décembre à un peu plus de 6 1/2. Les impôts, relativement peu lourds à ce moment, mettent pour ces sociétés le prix des capitaux à 6.63 %.

Cette situation demeure sans changement appréciable au cours des années 1916, 1917, 1918, 1919. Pendant les trois premières années de cette période, ces émissions ne font pas une grosse importance en tant que total. En 1919, elles deviennent plus considérables, mais on ne ressent pas encore les effets de l'augmentation des impôts. Nous voyons en 1920, année de crise, le taux nominal s'avancer jusqu'à 6 1/2. correspondant à un taux réel un peu supérieur. Mais les charges fiscales des Sociétés s'accroissent et élèvent le taux réel d'emprunt à 7.75 %. L'action de la crise, commencée en 1920, apparaît plus forte en 1921. Le taux nominal monte à 7 %, le taux réel se tient à peu de chose près à ce chiffre, et le prix de revient des emprunts atteint 8.30 %.

Il semble étonnant à première vue que le taux de l'intérêt se soit accru progressivement au cours de ces dernières années, alors que l'abrogation d'une partie des mesures moratoires rendait libre d'importants capitaux jusque là immobilisés et que les dépenses de l'Etat sous ses multiples formes (réquisitions, fournitures, allocations, soldes, traitements etc...), créaient des disponibilités nouvelles et abondantes.

Considérons, en effet, comme indice, le chiffre en 1913 et en 1920 des dépôts et comptes courants créditeurs dans nos 4 principales Sociétés de Crédit (Crédit Lyonnais, Société Générale,

Comptoir National d'Escompte et Crédit Industriel et commercial) et pour quatorze banques de dépôt de second ordre (1), dont on néglige les résultats cependant fort intéressants à connaître:

Dépôts et comptes courants créditeurs au 31 *décembre* 1913 : **6.364 millions.**

Dépôts et comptes courants créditeurs au 31 *décembre* 1920 : **19.769 millions.**

Aux mêmes dates ce poste figurait au bilan de la Banque de France respectivement pour 827.100.000 et 3.518.000.000. (2)

Ces chiffres marquent bien la progression entre ces deux années, des dépôts des banques françaises qui atteignaient, en 1920, une somme considérable de plus de 23 milliards.

Nous nous trouvons donc en présence de deux phénomènes : une grande abondance monétaire d'une part, et une tension monétaire qui se manifeste surtout par une hausse du taux de l'intérêt d'autre part. Ce contraste s'explique de la manière la plus simple, car le taux de l'intérêt ne dépend pas seulement de la quantité de monnaie qui est offerte sur le marché, mais aussi de la demande monétaire, de la demande de capitaux. En effet, on remarque qu'au fur et à mesure que les prix augmentent, les besoins de l'épargne augmentent en même temps, car, lorsque les matières premières et les salaires haussent de prix, les fonds de roulement et les avances nécessaires aux entreprises augmentent dans les mêmes proportions. Une entreprise qui, avant la guerre, même pour étendre sa production et se mettre au niveau d'un mouvement de progrès, se serait contentée d'emprunter 15 ou 20 millions par exemple, doit en demander 45 ou 60 aujourd'hui.

On peut dire d'une manière générale que l'augmentation de la demande d'épargne marche plus vite que l'augmentation des

(1) Banque Nationale Crédit ; Crédit Commercial de France ; Banque Privée Lyon-Marseille ; Société Marseillaise ; Société Centrale Banques de Province ; Banque Adam ; Comptoir Escompte de Rouen ; Crédit de l'Ouest ; Société Nancéenne ; Banque Renauld ; Banque Bordeaux ; Société Lyonnaise de Dépôts ; Compagnie Algérienne ; Crédit Foncier Algérie-Tunisie.

(2) Revue d'Économie politique 1921, pages 627 et 628.

prix, de sorte que l'offre de monnaie, au lieu de se traduire par une baisse du taux de l'intérêt, se traduit en fait par une hausse de ce taux. Abondance monétaire ne veut pas dire abondance d'argent. On ne s'aperçoit pas que la multiplication des signes monétaires entraîne nécessairement une hausse des prix et, par suite, une demande supérieure d'argent, puisque tous les prix ont augmenté.

Il en résulte que l'on assiste à ce phénomène tout à fait naturel, mais qui semble paradoxal, que les périodes d'abondance monétaire, où les moyens monétaires sont nombreux, par suite des émissions de billets, sont aussi des périodes de tension du marché des capitaux, c'est-à-dire de hausse du taux de l'intérêt demandé pour le prêt de l'épargne.

N'oublions, pas en effet, que si les signes monétaires représentent la richesse, ils ne la remplacent pas et que les capitaux réels sont ceux qui sont formés par l'excédent de la production sur la consommation. En songeant que la guerre a plutôt enflé celle-ci, et considérablement réduit celle-là, ne soyons pas étonnés si, en définitive, la demande de capitaux a dépassé l'offre et s'il est résulté de ce déséquilibre une hausse rapide du taux de l'intérêt.

*
* *

Quelles ont été les conséquences de l'augmentation du loyer de l'argent ? Produite en partie par la hausse des prix, comme nous venons de le constater, elle a réagi à son tour sur cette dernière en élevant le coût de production de toutes choses dont l'intérêt du capital constitue un élément. Elle a rendu plus onéreux l'emprunt des capitaux en exigeant de ceux qui en avaient besoin une rémunération plus forte au profit des prêteurs.

L'Etat a dû élever son taux d'intérêt pour se procurer les fonds qui lui étaient absolument nécessaires et pour trouver des souscripteurs à ses emprunts. Cela s'est traduit pour lui par une augmentation des charges du Budget, au titre des arrérages de la Dette Publique. En même temps que se succédaient les appels au crédit,

grossissait le chiffre des intérêts à payer chaque année, comme nous l'avons vu plus haut (1).

En 1913, dans un budget de 4.664 millions, les dépenses relatives à la Dette Publique entraient pour 1.290 millions, alors qu'au budget ordinaire de 1921, s'élevant à 23.262 millions, 11.248 millions étaient inscrits à ce titre...

Le Service de la Dette représentait 27 % du total en 1913 ; il s'élevait à 37 % au lendemain de la guerre, et la proportion est encore plus forte pour 1921. Dans un budget dont le total a quintuplé, on voit que le service de la dette est presque 9 fois ce qu'il était en 1913.

Les finances d'Etat sont chargées de ce lourd fardeau, et, en définitive, ce sont les épaules des contribuables qui ont à supporter de nouveaux et plus forts impôts et le revenu national qui en est réduit d'autant.

Les entreprises privées doivent également surélever le taux d'intérêt des obligations et bons émis pour tenter les capitalistes et voient par cela même leurs dépenses s'aggraver à leurs bilans, dont les postes grossissent démesurément du fait de l'inflation fiduciaire.

L'examen des comptes d'une compagnie de chemin de fer va montrer l'accroissement des charges d'une société privée depuis 1914 :

Années	Dépenses totales (en millions)
1914	582
1915	585
1916	720
1917	797
1918	1042
1919	1477
1920	2329
1921	2212

(1) Supra page.

Il en est de même pour chacune des natures de dépenses, comme l'indique le tableau suivant : (en millions de francs)

Nature de dépenses	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921
I Personnel	141	132	142	152	182	408	641	604
II Inst. Patron.	31	31	44	44	118	176	133	171
III Matières	55	52	78	98	128	174	326	476
IV Combustibles	49	77	153	187	218	210	572	363
V Renouv. Matériel	18	11	7	13	17	25	35	34
VI Amortis et divers	15	5	12	17	34	54	135	85
VII Etat	41	38	43	44	97	172	209	186
VIII Obligations	192	197	199	201	207	217	239	254
IX Actions	40	42	42	41	41	41	39	39
Total :	582	585	720	797	1042	1477	2329	2212

(1)

Nous voyons que l'inflation a exercé son influence sur presque toutes les natures de dépenses et, pour ce qui nous intéresse directement, que le poste relatif au service des obligations a passé de 192 à 254 millions, tant du fait des nouvelles émissions effectuées que de l'élévation du taux d'intérêt auquel ont été réalisés les emprunts successivement émis depuis 1914.

Pour les entreprises privées comme pour l'Etat, les effets sont les mêmes. Elles ne peuvent échapper aux conditions du marché monétaire et sont obligées d'offrir des titres à 6, 7 et 8 % nominal, taux effectivement plus élevés si l'on tient compte que l'émission a lieu presque toujours au dessous du pair.

« Encore il s'agit là d'un taux net pour le porteur, taux qui se trouve dépassé de beaucoup pour la Société émettrice, si l'on tient compte de l'impôt sur le revenu et de la taxe de transmission d'une part, des commissions et primes d'émission d'autre part. Prenons, par exemple, le cas d'un emprunt 6 1/2 % net émis à 485 frs et donné ferme à l'organisme de placement à 445 frs,

(1) Rapport de M. Barriol sur les effets de l'inflation, présenté le 6 juin 1922 à la Semaine de la Monnaie. — *Messager de Paris* du 6 juin 1922.

« ce qui est absolument normal. Par obligation de 500 frs, la Société émettrice a à payer chaque année 32.50 d'intérêts, 3.25 d'im-
« pôts sur le revenu et 0.50 % du cours moyen de taxe de trans-
« mission, soit 2.42 en supposant le cours moyen égal au prix
« d'émission. Au total, la Société doit donc décaisser chaque année
« 38.17 par obligation, c'est-à-dire 38.17 par 445 frs rentrés dans
« ses caisses : c'est du 8.57 %. Ce n'est pas tout. Elle doit rembour-
« ser sa dette avec une prime de 55 frs dans un temps déterminé.
« Finalement, une Société de très bon crédit ne peut pas emprun-
« ter aujourd'hui à moins de 9 % (1).

Ainsi donc, les taux d'intérêt actuellement pratiqués grèvent lourdement le commerce et l'industrie pour les années futures.

En ce qui concerne l'avenir, nous croyons que le taux d'intérêt à maintenant atteint son maximum et qu'il tend à baisser. D'ailleurs des symptômes en ce sens se sont déjà manifestés récemment, à l'Etranger surtout, et même chez nous. L'Etat, qui durant ces dernières années, a été le grand régulateur du marché des capitaux, et qui en fixait les conditions, a réduit, le 12 mars 1922, d'un demi pour cent, le taux d'intérêt de toutes ses catégories de Bons de la Défense Nationale et de Bons du Trésor ordinaires, réalisant ainsi dans son budget une économie de 350 millions.

Cette mesure n'a pu avoir que d'heureuses conséquences pour les entreprises privées dans leurs appels au crédit. On a remarqué d'ailleurs que la deuxième émission du Crédit National, en Juillet 1922, a été effectuée à un taux réel un peu inférieur à celui de son premier emprunt de Février de la même année.

Malheureusement nos embarras financiers et leurs conséquences ont entravé cette orientation vers la baisse et ont obligé tout récemment le Ministre des Finances de relever de 1/2 % le taux d'intérêt des Bons de la Défense Nationale et des Bons du Trésor ordinaires.

Si nous nous plaçons maintenant du côté du prêteur, nous

(1) Supplément financier de l'« *Information* » du 29 janvier 1922.

constatons que sa part de rémunération a été croissante. En donnant 100 frs en 1913, il recevait 3 frs par an, et maintenant avec la même somme, il touche 6 frs, et même souvent il ne débourse que 88 frs ou 68 frs pour avoir 5 frs ou 4 frs. De ces rentes, obligations ou bons, il retire actuellement un revenu plus grand qu'autrefois, plus que doublé, nominalement du moins, en comparaison de celui qu'il touchait, il y a quelques années, sur les mêmes catégories de valeurs mobilières. C'est donc bien par une augmentation toujours en valeur relative, bien entendu, du revenu des valeurs mobilières que se traduit la hausse du taux de l'intérêt, qui rentre ainsi parmi les causes que nous avons précédemment examinées.

De cette hausse du taux de l'intérêt découle une autre importante conséquence, en ce qui touche les titres eux-mêmes et leurs cours en bourse, dont l'étude fera l'objet du chapitre suivant.

CHAPITRE III

Répercussions de cette augmentation de revenus sur le cours des valeurs elles-mêmes

L'augmentation du revenu des valeurs mobilières et plus particulièrement deux de ses principales causes : l'accroissement des bénéfices réalisés par la plupart des entreprises ayant travaillé directement ou indirectement pour les besoins de la défense nationale et l'élévation du taux de l'intérêt, ont eu une double répercussion, en sens inverse, sur les cours des valeurs elles-mêmes. Ces deux phénomènes sont : d'une part, la hausse des valeurs à revenu variable, et, d'autre part, la baisse des valeurs à revenu fixe. D'ailleurs, ici, nous nous trouvons en face d'une conséquence logique et directe du jeu de la loi de l'offre et de la demande.

En ce qui concerne d'abord les valeurs à revenu variable, leur prix d'achat en Bourse est fonction de leur valeur intrinsèque, de la situation des entreprises dont elles émanent et des bénéfices réalisés et distribués sous la forme de dividendes. Suivant que ceux-ci augmentent ou diminuent, les titres eux-mêmes sont plus ou moins recherchés sur le marché, et par suite y sont cotés plus haut ou plus bas. Certes, ces fluctuations ne se produisent pas toujours d'une façon régulière et leurs cours ne suivent pas une marche absolument parallèle à celle de leurs dividendes, car la spéculation agit souvent à contretemps. Mais, en règle générale, la hausse ou la baisse du revenu entraîne la hausse ou la baisse du capital. C'est ce que nous montreront, les graphiques publiés plus loin.

Si nous regardons du côté des valeurs à revenu fixe, c'est le phénomène inverse que nous constatons. Il est compréhensible en effet, qu'on capitalise ces titres à un taux d'intérêt d'autant plus élevé que le taux courant du loyer des capitaux est lui-même plus haut. Dès que sur le Marché financier sont offerts des titres à 6 %, immédiatement les valeurs à taux d'intérêt inférieur baissent dans la mesure où leurs cours s'établissent à la parité de celui

des nouveaux titres, compte tenu bien entendu des caractéristiques particulières et de la qualité intrinsèque de chaque catégorie de titres.

Ainsi le type 3 % descend à 50 frs, le 4 % à 66 frs et le 5 % à 83 frs, de façon que l'équilibre se maintienne et que le taux effectif de toutes les valeurs remonte à 6 %, taux général du marché à ce moment. Si ces divers titres cotaient plus haut ou plus bas, immédiatement l'offre ou la demande modifierait les cours et les stabiliserait à la parité. L'expérience des vases communicants, en physique, est l'image de ce qui se produit à la Bourse, où le niveau des cours prend la position d'équilibre par rapport au taux d'intérêt qui la régit.

On a vu le fait se produire à l'émission de chaque emprunt de la Défense Nationale, lorsqu'elle s'effectuait à un taux supérieur à celui de la précédente. Automatiquement les anciens titres baissaient jusqu'à ce qu'ils aient atteint la parité de cours avec les nouveaux. Précisément cette perspective d'une dépréciation des cours à la suite des emprunts successivement émis de 1915 à 1921, à des taux réels croissants et dans des conditions toujours plus favorables, aurait pu provoquer l'abstention de bien des capitalistes, si ceux-ci n'avaient pas été incités à souscrire pour des motifs d'ordre patriotique. L'Emission des 4 % 1917 et 1918 a amené une baisse des 5 % 1915, 1916, et celles des 5 % et 6 % 1920 ont, à leur tour, fait descendre les autres titres de rente déjà cotés.

Encore faut-il tenir compte que le marché de la rente française a été jusqu'à ces derniers temps artificiellement soutenu, et que le cours des valeurs d'Etat était purement fictif.

Le phénomène s'est manifesté plus régulièrement sur les obligations de Sociétés privées. Quand des titres 6 % étaient émis sur le marché à 500 frs, les anciens de taux inférieur s'établissaient alors aux cours suivants :

Type 5 %	415 fr.
Type 4 %	330 fr.
Type 3 %	250 fr.

Diverses valeurs n'ont pas suivi cette régression automat-

que, car leurs cours étaient soutenus par d'autres éléments, comme un amortissement à date rapprochée ou des tirages avec lots qui venaient contrebalancer les conséquences de la hausse du taux de l'intérêt.

Nous allons procéder maintenant à un examen rapide des principales catégories de valeurs, pour les années 1913 à 1921, confirmant la véracité des phénomènes que nous venons d'indiquer.

I

Voyons d'abord les fonds d'Etat et les obligations diverses¹ françaises et étrangères, qui constituent la catégorie des valeurs à revenu fixe.

Les fonds d'Etat, à l'exception de ceux provenant des pays étrangers à change élevé par rapport au nôtre, phénomène que nous expliquerons plus loin, ont subi un énorme recul, presque ininterrompu, de 1913 à 1921, avec une reprise légère à la fin de cette dernière année.

Mais d'une façon générale, les fluctuations de ces valeurs, qui, chez nous, avaient jusqu'à ces temps derniers un marché artificiel, sont surtout déterminées par les faits politiques plus encore que par les lois économiques pures, lesquelles ne trouvent pas, dans ce domaine, un fonctionnement libre et normal.

Ainsi ces titres ont manifesté une reprise très caractéristique au moment de la victoire, mais bientôt, il est vrai, ont de nouveau fléchi par une baisse rapide et sensible qui a coïncidé en 1920 avec la crise économique et une nouvelle hausse du taux de l'intérêt, conséquences de la tension monétaire et de la hausse des prix au cours de cette année.

De même l'effondrement de la Russie et de l'Autriche-Hongrie a entraîné la dépréciation de leurs fonds d'Etats, eu égard à la nouvelle situation internationale de ces pays et aux perspectives d'avenir.

Les fonds amortissables ont perdu moins de terrain, la prime de remboursement, qui grandit au fur et à mesure que les cours baissent, faisant pour ainsi dire œuvre de parachute.

C'est pour cette raison que certains types d'obligations, de séries anciennes, du Crédit Foncier et de la ville de Paris, comportant de nombreux lots, n'ont pas subi une baisse sensible par rapport à leurs cours d'avant-guerre, qu'elles ont retrouvés ou presque dès 1918.

Les autres titres de ces sociétés se sont mis à la parité de l'ensemble des valeurs à revenu fixe sur le marché, chaque catégorie suivant son taux d'intérêt. Il en est de même pour les obligations de nos grandes compagnies de chemins de fer qui ont accusé une baisse notable à la suite des émissions faites par certaines d'entre elles de Bons décennaux 6 % exempts d'impôts.

Si nous laissons de côté les valeurs des pays neutres, dont les cours ont été influencés par le phénomène du change, nous constatons, à la lecture des côtes de la Bourse, pour les valeurs françaises et étrangères émises par des Sociétés Industrielles et commerciales la même régression à partir de 1914, particulièrement forte entre 1919 et 1920, suivie d'une petite reprise vers le milieu de 1921. Cependant certaines ont marqué, dès 1916, une hausse légère qui a coïncidé avec l'activité des entreprises, ayant travaillé pour les besoins de la Défense Nationale. Mais aussitôt l'armistice signé, elles se mettent au niveau du marché et se ressentent dans leurs cours du taux croissant du loyer de l'argent.

Ainsi en 1920, nous voyons les divers types d'obligations 500 fr. nominal s'établir à la parité, soit :

le type 3 % (Transatlantique) à 284 ce qui donne du 5.26 % net
le type 4 % (Indus. Téléphone) à 379, ce qui donne du 5.26 % net
le type 5 % (Aciéries France) à 476 ce qui donne du 5.26 % net

D'autre part, pour toutes les valeurs, s'est produite une chute brusque et considérable entre 1919 et 1920.

Les premiers mois de cette année ont marqué dans les affaires un « boom » qui a atteint son apogée en Avril et qui a coïncidé avec une prospérité économique toute factice dont la hausse des prix et l'augmentation de la circulation fiduciaire furent les principaux facteurs. En même temps que les disponibilités s'accroissaient dans les Banques, la demande des capitaux s'intensifiait

en proportion de la cherté de la vie, provoquant ainsi une élévation du loyer de l'argent.

Reproduisons, à titre documentaire, pour juillet et décembre 1919 et pour décembre 1920, les chiffres des dépôts des 4 grandes sociétés de Crédit, de la circulation fiduciaire et de l'indice des prix :

Dates	Billets en circulation	Indice des prix.	Dépôts des quatre banques
Juillet 1919	34 .931 .000 .000	356	9 .212 .000 .000
Décembre 1919	37 .274 .000 .000	432	11 .947 .000 .000
Décembre 1920	37 .902 .000 .000	443	13 .269 .000 .000

L'indice des prix a atteint même 596, son maximum, au mois d'Avril 1920.

Au cours de cette même année furent effectués de formidables appels au crédit ; deux emprunts d'Etat et une émission du Crédit National ont drainé plus de 21 milliards d'argent frais, auxquels il faut ajouter le montant également considérable des emprunts des Sociétés privées.

Le déséquilibre entre l'offre et la demande ne fit que s'aggraver et amena une nouvelle hausse du taux de l'intérêt, dont l'influence se fit cruellement sentir sur les cours des valeurs à revenu fixe.

C'est en effet à une baisse presque ininterrompue, allant jusqu'à 90 points pour certaines valeurs, que nous avons assisté au cours des 12 mois de 1920, baisse dont fut responsable pour une grande part l'Etat, qui offrait du 5 %, amortissable à 150 %, puis du 6 % élevant dans la même mesure, sur le marché, le prix du loyer des capitaux demandés par les entreprises privées. Mais lorsque la crise se fut atténuée, en 1921, les valeurs à revenu fixe revinrent en faveur et marquèrent quelques progrès dans leurs fluctuations.

Si nous regardons maintenant du côté des valeurs à revenu variable, que constituent principalement les actions, c'est le phénomène inverse qui s'est produit : leurs cours ont haussé dans

l'ensemble entre 1913 et 1920. Certes, diverses entreprises, victimes de la guerre, particulièrement nos grandes compagnies de chemins de fer, ont vu leurs titres baisser dans de larges proportions. Mais les valeurs de la plupart des entreprises minières, commerciales, industrielles, etc... ayant travaillé pour les besoins de la défense nationale ou bénéficié de circonstances exceptionnelles, ont fait l'objet de demandes nombreuses et ont atteint des prix 5, 10 fois et même plus élevés que ceux cotés avant guerre. Cette ascension était en partie justifiée, puisque le revenu de certains titres a crû dans de semblables proportions.

Nous savons, en effet, quels formidables bénéfices ont été réalisés et distribués sous la forme de dividendes par un grand nombre de ces Sociétés qui assuraient à leurs titres un taux de capitalisation très rémunérateur. Cependant, il ne faudrait pas généraliser et croire que toutes les entreprises dont les actions ont atteint des cours invraisemblables ont réparti entre leurs actionnaires des sommes d'importance proportionnelle. Elles ont effectué de larges amortissements et constitué d'abondantes réserves que conseillaient la prudence et les éventualités de l'avenir. Les dividendes en ont été réduits d'autant et souvent n'étaient plus en comparaison avec les cours pratiqués en Bourse. Une partie de la hausse reposait sur des bases fragiles et était l'œuvre de la spéculation pure.

Ces remarques faites, établissons le parallélisme de la hausse des cours des valeurs à revenu variable et de l'augmentation du taux de l'intérêt.

En ce qui concerne d'abord les valeurs industrielles de guerre qui ont été pendant ces dernières années les vedettes de la cote, le rôle que les entreprises dont elles émanent ont joué dans la production industrielle de guerre et l'activité qu'elles en ont retiré expliquent l'ascension des cours. Cependant il faut reconnaître que certaines d'entr'elles ont été poussées bien au delà de leur valeur intrinsèque, se capitalisant à un taux très bas qui ne correspondait nullement avec le niveau du loyer de l'argent sur le marché.

Un arrêt et même une baisse se sont produits dans l'ensemble,

en 1918, au moment de la cessation des hostilités et pendant la période de transition qui a séparé les travaux de guerre des travaux de paix. Mais 1920 a vu, par sa crise des premiers mois, des ascensions extraordinaires qui se sont changés en une chute brusque et sensible lorsque est survenue la baisse des prix avec toutes ses conséquences, chute qui a pris fin seulement avec l'atténuation de cette crise en juillet 1921. Ce phénomène s'est d'ailleurs manifesté pour la plupart des valeurs.

Les valeurs minières, elles aussi, ont bénéficié des hauts prix atteints par les matières premières et ont accusé dans leurs cours de sensibles plus-values. Il faut en tous cas faire une distinction entre les sociétés qui ont souffert de l'occupation et celles situées dans le centre et le sud du Pays qui ont vu par le fait même croître leur exploitation. Pour les premières cependant, les perspectives d'avenir et l'espoir d'une reprise prochaine ont soutenu leurs titres, et même provoqué des mouvements en avant que ne saurait justifier l'état actuel des exploitations.

Les valeurs de transports maritimes, profitant des frêts élevés, et certaines de transports terrestres sont montées également à de très hauts cours jusqu'à 1921 qui leur fut, par contre, défavorable.

Certaines valeurs d'entreprises industrielles spécialisées accusent elles aussi les mêmes mouvements de hausse et pour les mêmes raisons.

Dans le compartiment des Sociétés de Crédit et des Etablissements bancaires, le mouvement n'est pas uniforme. La plupart des banques, atteintes par le moratorium des valeurs commerciales et par les répercussions de la crise boursière et financière, ont vu leurs cours baisser considérablement dans les premières années des hostilités. Elles ont pu simplement, durant les derniers exercices, effacer les effets de cette situation, ce qui s'est traduit pour leurs actions par un relèvement à leurs cours d'avant guerre ou à peu près. Tel est le cas des banques de dépôt et surtout des banques d'affaires.

La situation des banques privilégiées, la Banque de France au premier rang, n'est pas la même. Les circonstances, défavorables pour les premières, ont permis à celles-ci, de par leur appui

au Gouvernement et par les avantages accordés par lui en retour, d'intensifier leurs affaires et d'accroître leurs bénéfices, ainsi que nous l'avons vu plus haut.

Les valeurs d'entreprises commerciales et spécialement des grands magasins, à qui les circonstances anormales étaient favorables, ont subi de sensibles mouvements de hausse. Les entreprises d'alimentation et de raffinerie sont à signaler au premier plan, ces dernières sous l'influence de la production sucrière pendant la guerre.

La plupart de toutes ces valeurs font ressortir une différence en plus considérable entre 1919 et 1920 pour les raisons expliquées déjà, et sur lesquelles il est nécessaire de s'arrêter un peu maintenant.

Nous savons qu'après l'armistice une vague de paresse, très facilement explicable après les souffrances et les privations de 4 ans de guerre, s'est abattue sur le Pays et l'a plongé dans une sorte de léthargie. Bientôt cependant il fallut se rendre à l'évidence et voir qu'il était urgent de se remettre au travail et de produire avec intensité pour arriver à réparer les destructions et les pertes subies et pour panser les blessures. Trop de ruines étaient à relever et l'effort qu'il fallait faire pour la reconstitution de toutes les branches de notre activité, si profondément atteintes, ne nous permettait pas de rester les bras croisés.

On se mit à l'ouvrage, mais une mauvaise politique économique, les conséquences d'un Traité de Paix qui contient bien des lacunes, un accroissement sans limite et sans contrôle des dépenses publiques, des émissions continuelles de billets de banque pour y faire face, ont entraîné un mouvement d'affaires vertigineux, mais factice, ainsi que tant d'indices en témoignent. Il fallait produire, on produisait, mais à tout prix, sans tenir compte du pouvoir d'achat des consommateurs. La vie renchérisait et toutes choses accusaient une hausse rapide et continue, poussant à une spéculation effrénée, qui se porta de préférence sur le marché des valeurs mobilières.

Toute la cote, titres bons ou mauvais, s'enleva, et des diffé-

rences énormes de cours s'enregistraient d'une séance à l'autre, indépendamment de la valeur intrinsèque.

« Il y eut ce qu'on appelé la survalorisation exagérée des entreprises due à une spéculation exagérée qui, sans aucun souci du rendement des capitaux engagés par elle et des dividendes éventuels, achetait dans l'espoir de revendre »... On cite, « par exemple, les quatre entreprises minières du Pas-de-Calais qui en 1919 représentaient au cours de la Bourse 1063 millions et en Avril 1920, 2120 millions, malgré l'état déplorable où la guerre les avait laissées : la mine de St Etienne, capitalisée en 1914 à 5 millions 600.000 frs, l'est à 52 millions en 1920. Quatre Aciéries ont un capital de 79 millions qui vaut 193 millions en 1914 et 267 millions en 1920 ; quatorze entreprises de Forges et fonderies au capital d'origine de 173 millions valent 754 millions en avril 1920 ; on trouve les mêmes exagérations dans tous les départements » (1).

Mais bientôt la capacité de la consommation était à bout et les acheteurs à de telles conditions firent défaut. La crise éclata, non pas crise de surproduction, dans un pays où il y avait tant de besoins à satisfaire, mais crise de sous-consommation. Ce fut le commencement d'une baisse des prix, signalée par les index numbers, qui entraîna avec elle les conséquences inverses de celles que la hausse avait amenées. La baisse des valeurs se manifesta dès avril et Mai 1920 et se poursuivit, après une courte stabilisation et même quelques légères réactions, jusqu'à la fin de cette même année et dans le 1^{er} semestre de l'année suivante. L'ensemble des cours reflète clairement ces diverses fluctuations.

Nous avons vu la baisse sensible qui a atteint les valeurs à revenu fixe durant les douze mois de l'année 1920, effet de l'élévation du taux de l'intérêt sur le marché financier, où l'Etat empruntait à 5 % avec 50 % de prime, puis à 6 %, obligeant les entreprises privées à offrir des taux encore supérieurs. C'est donc le phénomène inverse, hausse invraisemblable et injustifiée en grande

(1) *Economiste français* : janvier 1921

partie des valeurs à revenu variable, que nous avons constaté pendant les quatre premiers mois de cette même année.

Si nous mettons de côté les entreprises situées en pays envahis et obligées par cela même de cesser toutes exploitations, par conséquent mises dans l'impossibilité de répartir quelque bénéfice, il en est encore qui ont souffert indirectement de la guerre et dont les titres n'ont pas suivi les mouvements de hausse constatés précédemment.

Pour ceux là, les cours de 1920 font ressortir une moins-value très sensible pour beaucoup, par rapport à ceux de 1913 et font exception au phénomène général de la hausse des valeurs à revenu variable, conséquence de l'augmentation du taux de l'intérêt et de l'accroissement des revenus mobiliers. Nous citerons, au premier rang, les actions de nos grandes compagnies de chemins de fer dont nous avons déjà examiné les bilans au cours de ces dernières années et les actions de sociétés concessionnaires de services publics.

Pour ces deux catégories d'entreprises, les dépenses d'exploitation se sont accrues formidablement, alors que les recettes n'ont pas suivi la même progression. La cherté des matières premières et de la main-d'œuvre alourdissait chaque année leur budget, et, d'autre part, l'autorité administrative n'accordait des élévations de tarif, source de leurs recettes, que dans de minimes proportions, infiniment plus basses que les charges auxquelles elles devaient subvenir.

Cependant un relèvement de ces valeurs s'est produit en 1921 à la suite de la loi du 24 octobre 1921 instituant le nouveau régime des Chemins de fer et d'accords plus favorables passés avec les administrations concédantes.

Le mouvement de cette catégorie de titres n'infirme pas la seconde constatation que nous avons faite, comme conséquence de l'élévation de l'intérêt : hausse des valeurs à revenu variable.

Ici la rémunération de ces titres n'étant pas libre, puisque les tarifs, recettes de ces diverses sociétés, sont établies par le Parlement ou par les autorités administratives, la loi de l'offre et de la demande ne peut pas jouer dans toute sa régularité, et ces actions

ne suivent pas les conditions générales du marché des capitaux. Par cette situation spéciale qui leur est faite, celles-ci restent en dehors des mouvements généraux qui embrassent la presque totalité des valeurs à la bourse.

En résumé, les pages qui précèdent ont eu pour but de montrer le double phénomène, en sens inverse, conséquence de l'élévation du taux de l'intérêt et de l'augmentation du revenu des valeurs mobilières dont elle est une des sources : baisse des valeurs à revenu fixe et hausse des valeurs à revenu variable. Ces mouvements se sont produits, non pas uniformément, mais avec des oscillations, brusques parfois, ducs à certaines circonstances particulières à la situation des entreprises dont ces titres émanent.

En tenant compte de ces phénomènes incidents qui ne modifient pas l'orientation d'ensemble, nous avons constaté :

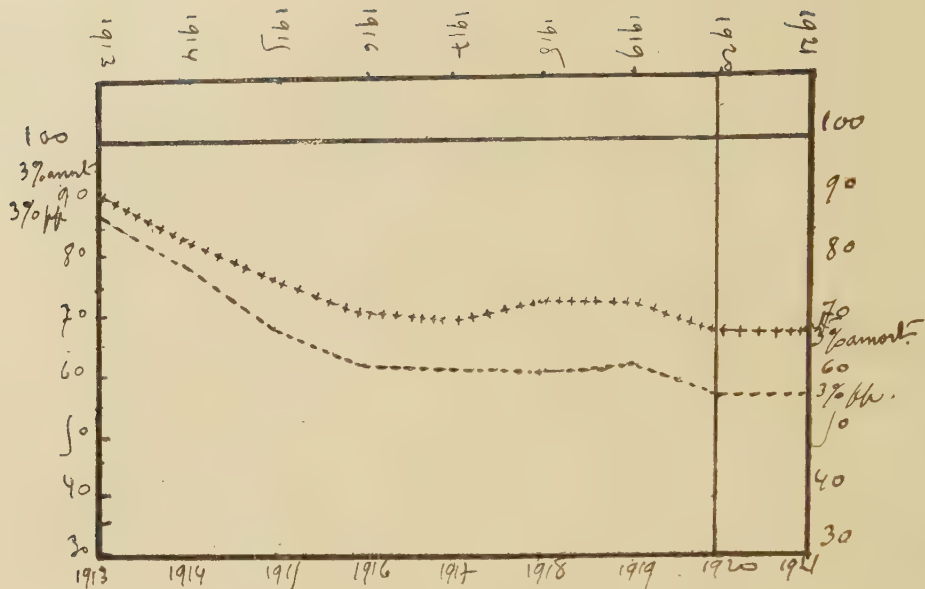
1^o — pour les valeurs à revenu fixe, une baisse sensible entre 1913 et 1921, particulièrement brusque en 1914, au moment du déchaînement du cataclysme international, accentuée au cours des années postérieures, par suite des conditions toujours plus onéreuses du marché des capitaux, interrompue par une légère réaction en 1918, rapidement arrêtée d'ailleurs, aggravée enfin en 1920, année qui fut caractérisée par une sensible élévation du taux de l'intérêt, jusque dans ses derniers mois où s'est produit, avec la détente économique, une certaine stabilisation ;

2^o — pour les valeurs à revenu variable, une hausse énorme, mais variable suivant les compartiments, entre 1913 et 1920, hausse qui fut précédée d'un fléchissement général qui a frappé tous les titres en 1914. Ce fléchissement s'atténua et disparut pour laisser place à une plus-value croissante jusqu'à l'armistice, qui a marqué un temps d'arrêt et pour certaines une rétrogradation, pour les raisons indiquées plus haut, plus-value considérable, rapide et à peu près générale dans les premiers mois de 1920, sous l'influence d'une prospérité intense, mais factice, jusqu'au moment où a éclaté la crise industrielle et commerciale qui marqua le deuxième semestre de cette même année et le premier semestre de 1921. Ce n'est qu'en juillet 1921 que prit fin ce recul de toutes les valeurs pour laisser place à un salutaire et léger redressement.

Bien entendu, nous laissons de côté les valeurs aussi bien à revenu fixe qu'à revenu variable, pour lesquelles cette remarque vaut autant, soumises aux fluctuations des changes étrangers, que nous examinerons plus loin tout spécialement et dont l'influence a ralenti ou accentué ce double mouvement.

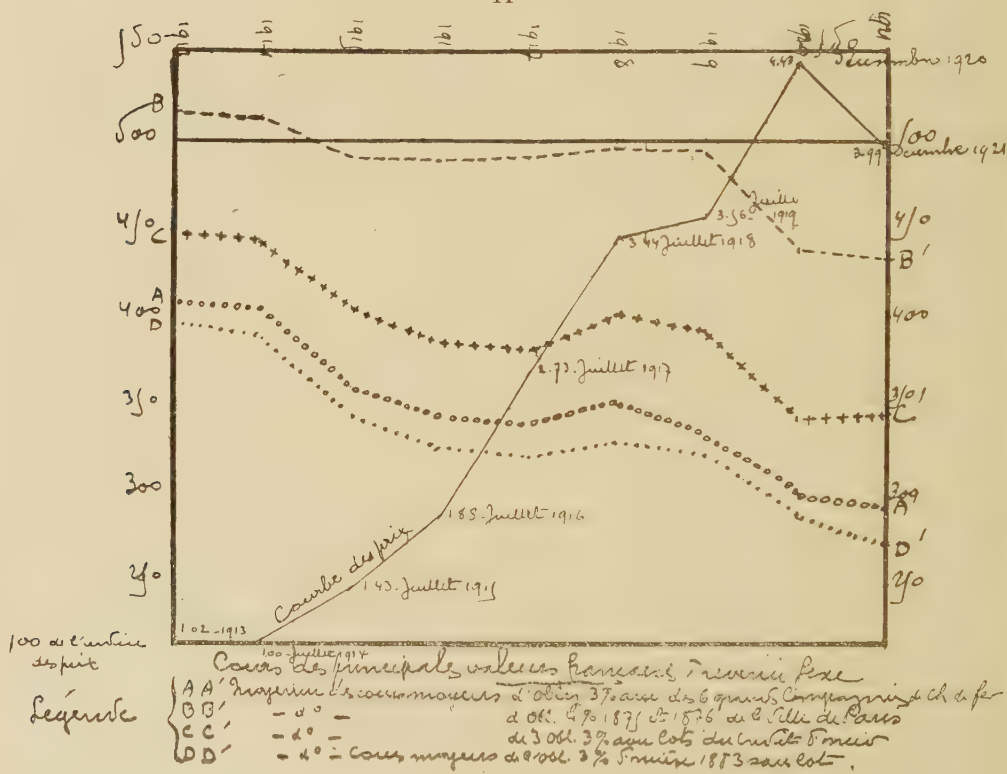
Nous pensons que les quelques graphiques suivants feront ressortir ces phénomènes avec plus de netteté et d'évidence et constitueront la synthèse la plus frappante des idées contenues dans ce chapitre.

Nous avons tracé sur les tableaux 2 et 4 la courbe des prix, pour montrer le contraste qu'elle présente avec la marche des courbes des valeurs à revenu fixe, ce qui prouvera une fois de plus le rapport de la baisse des cours de ces titres avec la hausse du taux de l'intérêt, une des conséquences de l'élévation des prix.



Moyenne des Cours du 3 % perpétuel et du 3 % amort.

II

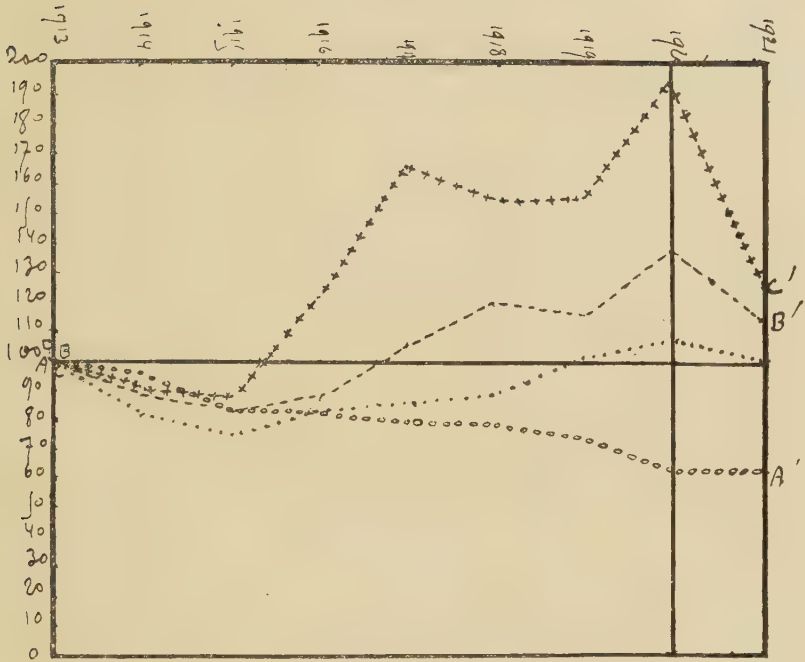


100 de l'indice de prix

Séquence

- AA' maximum des cours moyens d'achat 3% aux des Compagnies de ch. de fer
 - BB' - 100 -
 - CC' - 100 -
 - DD' - 100 -
- de 100. 4% 1871 et 1876 de 2 Ville de Paris
de 300. 3% aux lots du Trésor 5 mois
de 100. 3% aux lots 1873 aux lots.

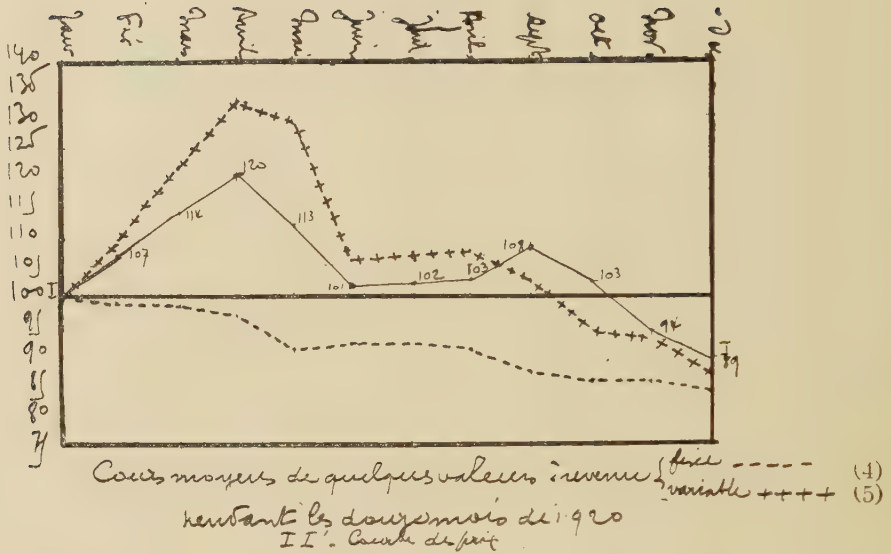
III



Cours des principales valeurs françaises à revenu variable

- Légende {
- A A' Cours moyens des actions des 6 grandes Compagnies de chemins de fer.
 - B B' Cours moyens des actions de 6 Houillères (1).
 - C C' — — — — — de 9 établ. métallurgiques et de produits chimiques (2).
 - D D' Cours moyens des actions de 9 Banques (3).

Les cours moyens pour 1913 ont été établis = 100



Graphiques III et IV.

(1) Actions 1/50 Béthune, Carmaux, Lens, Mines de la Loire, Marles, 30 % et Vicoigne et Nœux.

(2) Actions Dyle et Bacalan, électro-métallurgie de Dives, Mines et Fonderies de Pontgibaud, Châtillon-Commentry, Cie Française des métaux, Schneider et Cie (Le Creusot), Etablissements Poulenc, Produits chimiques de St-Denis et Usines du Rhône.

(3) Actions Banque d'Algérie, Banque de France, Banque de Paris et Pays-Bas, Crédit Foncier de France, Crédit Lyonnais, Comptoir National d'Escompte de Paris, Société Générale, Banque de l'Union Parisienne et Crédit Industriel.

(4) Obligations Ville de Paris 1919, Crédit National 5 % 1919; Midi 6 %, Midi 5 %, Orléans 4 %, Chemin de Fer de l'Etat 5 %.

(5) Actions électro-métallurgie de Dives, Compagnie Française des Métaux, Banque de l'Algérie, Banque de Paris et de Pays-Bas, Canal de Suez, Thomson-Houston, Mines de Mokta el Hadid et Chargeurs Réunis.

CHAPITRE IV

Influence de certains faits dus à la guerre sur le mouvement du revenu des valeurs mobilières

Outre les quatre grandes et principales sources que nous avons signalées de l'augmentation du revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères, en France, de 1913 à 1921, il est certains faits, dus à la guerre et à ses conséquences, qui ont exercé leur influence sur les mouvements de ce revenu. Ces faits, qui ont agi soit dans un sens soit dans un autre, ont suivi l'orientation des phénomènes qui les ont fait naître et certains ont disparu en même temps que ceux-ci. On les voit manifester d'une année à l'autre, suivant les événements, leurs effets qui viennent soit accentuer, soit atténuer les fluctuations résultant des causes déjà examinées. On trouvera là l'explication des différences de détail qui ressortent dans les totaux par années, et qui jusque là paraissaient contredire l'évolution générale des perturbations apportées dans ce domaine depuis 1914.

Parmi ces faits de second ordre qui ont agi sur le mouvement du revenu des valeurs mobilières, nous étudierons :

1^o L'influence sur notre portefeuille étranger de la baisse de notre monnaie nationale vis-à-vis des monnaies étrangères ;

2^o Les résultats de la vente d'une partie de ce portefeuille pour atténuer la dépréciation du franc à l'extérieur. Nous allons examiner ici ce qu'était notre portefeuille étranger avant la guerre et ce qu'il est devenu actuellement, quels étaient les revenus que nous en tirions et les avantages qu'il nous procurait pour le solde de notre balance commerciale. Nous verrons le rôle qu'il a joué dans notre situation financière de guerre et dans quelle mesure il a constitué un remède à la crise des changes ;

3^o Les conséquences de la suspension du service des intérêts et

des remboursements à l'égard des porteurs français des titres de Sociétés françaises ayant plus ou moins souffert de la guerre, des titres étrangers provenant des pays anciennement nos ennemis, et des titres russes, du fait de la révolution bolchevique ;

4^o Enfin les répercussions apportées sur le revenu des valeurs mobilières par la réintégration de l'Alsace-Lorraine à la France.

SECTION I

La hausse des changes étrangers et le revenu des valeurs mobilières étrangères

En 1912, sur un chiffre global de 108 à 115 milliards de valeurs mobilières détenues par les Français, 40 à 42 milliards étaient constitués par des titres étrangers, dont 30 milliards en fonds d'État, et 10 à 12 milliards en obligations et actions de chemins de fer, de Sociétés commerciales et industrielles. Sur une moyenne de placements annuels de 4 milliards, 2 à 3 milliards étaient investis sous la forme de titres étrangers. On voit, par ces chiffres, l'importance des sommes placées à l'extérieur, soit en prêts à des gouvernements, soit dans des entreprises permettant à nos nationaux de prendre une participation active dans de nombreuses affaires.

Les expressions si répandues « La France est le banquier du monde », « La France est créditrice partout et débitrice nulle part » et les paroles de M. Paul Leroy-Baulieu : « La France est la terre bénie des emprunteurs, c'est le pays de Chanaan des États besogneux » indiquaient, sur ce point, la situation favorable de notre pays à la veille de la guerre, encore que l'Angleterre eut un portefeuille étranger bien supérieur au nôtre.

La guerre a presque complètement suspendu le placement de cette catégorie de valeurs et le montant des titres étrangers émis

en France depuis 1914 a été minime. Voici quels en sont les chiffres et la comparaison avec 1913, année normale :

1913	1.600 millions
1914	1.932 millions
1915	50 millions
1916	70 millions
1917	231 millions
1918	35 millions
1919	116 millions
1920	29 millions
1921	97 millions

Les premiers six mois de 1914 furent marqués par d'importantes émissions de titres étrangers sur la place de Paris, en particulier des emprunts d'États :

Chine 75 millions; *Grèce* 175 millions; *Maroc* 70 millions; *Russie* (chemins de fer réunis) 66,5 millions; *Serbie* 250 millions et enfin un emprunt turc de 500 millions, quelques semaines à peine avant l'ouverture des hostilités, c'est ce qui explique le gros chiffre pour cette année, alors que ces émissions ont été nulles à partir du mois d'août.

Une loi du 3 avril 1918 est venue d'ailleurs régler l'exportation des capitaux et l'importation des titres et valeurs mobilières, dans le but de réserver les ressources de l'épargne privée aux besoins de la défense nationale, en particulier pour les souscriptions aux emprunts d'État. Voilà pourquoi les placements de titres étrangers ont, proportionnellement aux émissions de valeurs françaises énormément fléchi durant la période considérée. En 1913, les valeurs étrangères représentaient 55,9 %; en 1914, le rapport s'établit à 44,3 %; il tombe à 0,013 % en 1915, 0,87 % en 1916, 0,85 % en 1917, 0,22 % en 1918 et 2,40 % en 1919. La proportion est demeurée très faible en 1920 et 1921.

Les Français, avons-nous vu, tiraient en 1912 de leur portefeuille étranger une somme de plus de 2 milliards. Généralement, les intérêts des emprunts ainsi placés chez nous étaient libellés en la monnaie du pays émetteur, souvent même en monnaie de plusieurs pays, ce qui permettait aux porteurs d'encaisser sur diverses

places le montant de leurs coupons, dont la conversion en francs se faisait très facilement sur le cours du change, peu éloigné alors du pair métallique. Vint la hausse des devises étrangères et la baisse corrélative de notre monnaie nationale, conséquence de la crise des changes qu'il est nécessaire d'examiner et que nous allons ici résumer brièvement.

Avant la guerre, la plupart des unités monétaires des grands pays, quoique libellées différemment, étaient facilement interchangeables sur la base du pair métallique-or qui était l'étalon unanimement adopté pour les transactions internationales. C'est d'après le poids de ce métal contenu dans chaque étalon que s'établissait leur valeur réciproque et les quelques différences en plus ou en moins restaient dans les limites du gold-point minimum et maximum. On était assuré de cette stabilité dans les échanges commerciaux qui se faisaient avec la plus grande facilité et on ne se souciait guère de cette question des changes qui est intervenue avec une acuité extraordinaire et qui, par l'étude de ses causes et de ses remèdes, a fait couler des flots d'encre et de paroles. Contentons-nous de noter les causes générales de la crise et ses conséquences, particulièrement au point de vue du revenu des valeurs mobilières étrangères détenues par les capitalistes français.

En période normale, ce sont les échanges commerciaux avec l'Étranger et les mouvements de capitaux de place à place en quête de l'intérêt le plus élevé, qui déterminent les fluctuations du change. Ce dernier facteur ayant complètement cessé dès l'ouverture des hostilités, la valeur de notre devise fut, dès lors, presque exclusivement fonction de notre balance commerciale.

Quelle était celle-ci avant la guerre et qu'est-elle depuis ?

Les Statistiques douanaires depuis 1913, année normale que nous prendrons comme base, vont nous l'indiquer et nous permettre des comparaisons, bien que les méthodes qui ont été appliquées pour leur établissement, aient subi plusieurs changements rendant difficile l'utilisation scientifique des chiffres publiés.

Commerce extérieur total de la France avec l'Étranger (en millions).

Années	Importation	Exportation	Déficit.
1913	8.422	6.880	1.542
1914	6.402	4.869	1.533
1915	11.036	3.937	7.099
1916	20.640	6.214	14.426
1917	27.553	6.013	21.540
1918	22.307	4.723	17.584
1919	35.798	11.878	23.920
1920	49.905	26.895	23.010
Totaux :	173.641	64.529	109.112
Moyennes :	24.806	9.218	15.587
Année 1921	22.068	19.772	2.296

Ce tableau, en lui même, sans commentaires, nous permet d'examiner les relations commerciales de la France avec les autres pays depuis 1913, et de nous donner une idée précise de la gravité de la situation économique du pays dans les dernières années considérées jusqu'en 1921.

Certes, de tous temps, notre balance commerciale a accusé un excédent des importations sur les exportations, ainsi qu'il sied aux nations à l'activité prospère. Mais la balance des règlements extérieurs restait favorable à la France, car la somme annuelle que notre pays avait à payer à l'Étranger pour ses diverses dépenses d'ordre extérieur était inférieure à l'ensemble des recettes de même nature, dont nous verrons plus loin l'importance et la composition. C'est grâce à cette circonstance heureuse que la France entre le 1^{er} juin 1903 et le 31 juillet 1914, a pu prêter 20 milliards de francs à l'Étranger, et accroître son stock d'or de quatre milliards 704 millions. Ainsi était largement comblé le déficit de 1.542 millions qui existait entre la valeur de nos importations et celle de nos exportations en 1913.

Mais survint la guerre qui, en réduisant nos moyens de productions par la mobilisation des forces actives et l'arrêt de la vie économique du Pays, a augmenté dans des proportions énormes nos achats à l'Étranger. Les besoins impérieux de la défense nationale nous ont obligés à nous procurer au dehors les objets alimentaires que notre sol ne pouvait plus produire en quantité suffisante et le matériel de guerre : armements, munitions, fer, fonte, acier, matières premières, etc. que l'envahissement de nos grands départements industriels nous mettait dans l'impossibilité de fournir à nos armées avec nos propres moyens.

L'année 1914 ne reflète pas encore cette situation, mais dès 1915 les importations s'accroissent de près du double sur l'année précédente, tandis que les exportations accusent par rapport à celle-ci une sensible diminution. 1916 et 1917 voient grossir le chiffre de nos importations et, si celui de nos exportations augmente, il n'empêche que le déficit prend des proportions formidables. De 1.533 millions en 1914, celui-ci passe à 21.540 millions en 1917, soit de 22 % à 358 %. 1918, l'année de l'armistice, amena, avec la cessation des hostilités, un ralentissement dans nos besoins, et le chiffre des deux éléments de la balance baisse, laissant tout de même apparaître une différence de 17.584 millions. Malheureusement la crise économique qui sévit dès 1919 nous obligea à nous approvisionner au dehors de tout ce dont nous avions besoin pour nous remettre au travail. Certes le chiffre de nos exportations est cette année-là de 11.878 millions au lieu de 4.723 en 1918, ce qui montre l'effort réalisé, mais l'importance de nos achats nous laisse encore un déficit de 23.920 millions. Avec l'année 1920, on arrive au maximum de cette course vertigineuse. La valeur des importations a encore augmenté de 14.107 millions, mais comme les exportations ont, elles aussi, progressé de 15.017 millions, la balance commerciale s'est donc améliorée, d'une année à l'autre, de 910 millions. Toutefois, elle présente encore pour cette année un déficit de plus de 23 milliards. Ce n'est qu'en 1921 que l'on constate un rapprochement des deux chiffres et une amélioration considérable de notre balance commerciale, laissant un découvert de 2 milliards 296 millions seulement.

Les mêmes observations se dégagent avec plus de précisions même de l'analyse de notre commerce extérieur par grandes catégories de produits

Si nous considérons nos transactions commerciales avec l'Angleterre et les États-Unis qui ont été nos plus grands fournisseurs de la guerre, nous trouvons des chiffres particulièrement suggestifs pour 1913 et 1920

(En millions de francs)

PAYS	Import. en France	Exp. de France	Solde
En 1913 Angleterre	1.115	1.454	+ 339
— États-Unis (1)	895	423	— 472

PAYS	Imp. en France	Exp. de France	Solde
En 1920 Angleterre	10.318	4.233	— 6.085
— États Unis (1).....	10.866	2.257	— 8.609

Si nous avons insisté un peu longuement sur la situation de notre balance commerciale et sur les perturbations que la guerre lui a causées, c'est pour nous permettre d'en mesurer la portée et d'en comprendre plus aisément les immenses conséquences sur nos changes.

De tout cet exposé retenons surtout ces deux chiffres :

	Impor. en France	Impor. de France	Déficit
	(en millions de fr.)		
Année 1913	8.422	6.880	1.542
Période 1914-1920	173.641	64.529	109.112
Moyenne annuelle	24.806	9.218	15.587

(1) *Economiste Européen* du 17 avril 1922.

Le déficit moyen d'une année normale comme 1913, soit 1 542 millions, était facilement couvert et même au delà par les diverses autres recettes que nous tirions de l'Étranger, en particulier par les revenus de notre Portefeuille de Valeurs Mobilières Étrangères, qui représentaient à eux seuls plus de 2.200 millions. D'autres éléments venaient nous assurer une balance définitive des comptes très favorable, comportant pour nous de nombreux avantages.

Le déficit global de 1914 à 1920 s'élevant à 109.112 millions, avec une moyenne annuelle de 15.587 millions, ne pouvait plus être couvert par les éléments ordinaires qui ont subi eux aussi, du fait de la guerre, des perturbations désastreuses pour notre Pays. Une crise devait se produire et entraîner de graves conséquences : nos créances commerciales sur l'Étranger étant peu de chose à côté de nos formidables dettes, le marché des changes, sous le jeu de la loi de l'offre et de la demande, devait bientôt se trouver en déséquilibre complet. Alors que le petit nombre des devises étrangères de nos exportateurs était demandé, avec surenchère pour ainsi dire, par la foule de nos importateurs, pour couvrir leurs achats à l'Étranger, notre franc était offert en grande quantité par nos créanciers de l'extérieur qui tiraient sur notre place des traites en recouvrement du montant de leurs ventes à nos commerçants. Il ne pouvait qu'en résulter une hausse progressive des devises étrangères par rapport à notre monnaie nationale, qui, par suite, subissait une baisse corrélative et dont la valeur ne pouvait plus rester dans les limites du gold-point de sortie, l'exportation de l'or, si elle avait été pratiquée intégralement, étant largement insuffisante en face de l'énormité des règlements à effectuer.

A cette cause de la dépréciation de notre change, ajoutons-en une autre qui se manifesta gravement après l'armistice : l'augmentation croissante de notre circulation fiduciaire qui, en diminuant à l'intérieur le pouvoir d'achat de notre monnaie nationale, lui faisait subir par contre-coup une perte vis-à-vis des monnaies étrangères. On sait, en effet, que l'émission des billets de la Banque de France a passé de 5.714 millions en 1913 à 36.417 millions en 1921, soit une augmentation de 30.703 millions. Une grande partie

provient des avances de la Banque à l'État, dont le maximum autorisé s'élevait à 27 milliards en 1921.

Il y a lieu également de signaler le rôle de la spéculation jouant à la hausse ou à la baisse de notre devise et son influence dans ce domaine. « Les dépôts de francs que l'Étranger a transférés « dans nos banques constituent en quelque manière une dette « flottante, dont les variations se répercutent sur le marché des « changes. Ces dépôts donnent lieu, en effet, suivant l'orientation « de l'opinion, à des afflux de capitaux ou à des brusques retraits « auxquels il convient d'attribuer, pour une large part, les fluctua- « tions violentes que subit par instant le cours de notre monnaie ». (1)

Tous ces facteurs qui agissent sur le change et qui sont, soit d'ordre économique et financier, comme la balance des comptes et les variations de la valeur intrinsèque de l'unité monétaire, soit d'ordre psychologique, comme la confiance de la spéculation influencée surtout par les événements politiques, ont abouti à une dépréciation énorme de notre monnaie vis-à-vis des monnaies étrangères, dépréciation que le tableau suivant nous permet de mesurer par années pour les principales devises qui font prime sur notre place.

Cours du change à Paris sur les places ci-après

	New-York	Londres	Madrid	Suisse	Hollan.
	Dollar	Sterl	100 pes.	100 fr.	100 flor
Valeur au pair	5.18	25.22	100 fr.	100 fr.	208.30
Dates					
16 juillet 1914	5.16	25.17	96.55	100.03	207.56
31 décembre 1914 ..	5.16	26.06	100 »	98 »	208 »
31 — 1915 ..	5.85	27.76	110.80	111.50	256.50
31 — 1916 ..	5.83	27.79	124.20	115 »	237.50
31 — 1917 ..	5.70	27.15	138.40	130.75	247.50
31 — 1918 ..	5.45	25.97	109.50	113 »	232 »
31 — 1919 ..	10.99	41.48	208.25	192.50	402 »
31 — 1920 ..	16.88	59.78	225 »	257.75	530.50 (2)
28 — 1921 ..	12.36	51.89	184.50	241.75	453.50 (3)

(1) Extrait du rapport présenté à l'Assemblée Générale des Actionnaires de la Banque de France, le 27 janvier 1921, par M. Robineau, Gouverneur.

(2) *Economiste Européen* du 24 juin 1921.

(3) *Economiste Européen* du 6 janvier 1922.

Il faut distinguer deux périodes dans l'histoire de nos changes depuis 1914. La première, de 1914 à 1918, où notre franc ne subit qu'une légère dépréciation par rapport aux monnaies étrangères, malgré le déficit de notre balance commerciale, et cela, grâce aux interventions destinées à fournir entre Alliés les crédits en couverture de leurs achats réciproques ; une seconde période, allant de 1919 à nos jours, où, par suite du défaut de coopération financière des États, le marché est livré à lui-même et où seuls les crédits de spéculation si instables font la contrepartie des demandes.

Voici un tableau significatif de la perte du franc pendant les deux périodes :

<i>Valeurs en francs de</i>	1914-1918		1919-1921	
	Cours max.	Perte en %	Cours max.	Perte en %
1 livre sterling	28.93	12.82	67.45	62.61
1 dollar	6.07	14.62	17.40	70.23
1 peseta	1.64 1/5	39.10	3	66.67
1 florin hollandais . . .	3.01	30.80	6.28	66.83
1 couronne suédoise .	2.51	44.67	3.85	63.92
1 franc suisse	1.46	31.51	3.09	67.64

(1)

Notons aussi que le déficit de notre balance commerciale a été de 61 milliards de francs pour la période août 1914 à décembre 1918 et de 46 milliards pour celle allant de décembre 1918 à décembre 1920.

La tension de nos changes, qui a atteint son maximum en avril 1920, ne fut qu'un indice du déséquilibre économique qui s'est manifesté dans tous les pays, au cours de cette année, et dont nous avons déjà constaté les répercussions sur les valeurs mobilières et plus particulièrement, comme nous allons le voir, sur les valeurs étrangères à change.

(1) Extrait de la « Crise des changes pendant la guerre européenne » de M. J. Decamps. — Moniteur des intérêts matériels, 27-28 février 1922.

Et maintenant quelle a été la répercussion de cette hausse du change sur le revenu des valeurs mobilières étrangères détenues par les capitalistes français ?

Notre Portefeuille contenait en 1913 de 30 à 35 milliards de ces valeurs, mais naturellement nous n'avons à nous occuper ici que de celles provenant de pays dont la monnaie fait prime sur notre franc, comme les titres anglais, américains, espagnols, suisses et hollandais. Les coupons de ces valeurs, libellés en monnaie du pays émetteur, étaient payés au porteur au cours du change, la plupart étant stipulés payables en or. Il y en avait même qui, négociables sur plusieurs marchés à la fois, pouvaient se convertir en diverses monnaies, au gré du porteur qui avait la faculté d'encaisser ses coupons sur le marché qui lui était le plus favorable, tel est le cas de l'Extérieure Espagnole.

Cependant, par suite du renversement de la situation monétaire des pays emprunteurs, des difficultés se sont élevées au sujet de la clause de paiement en or, stipulée par les débiteurs à l'égard de leurs créanciers, pour les garantir contre les risques de dépréciation de la monnaie de ces pays. Divers États Sud-Américains ont discuté le privilège qu'ils avaient pourtant accordé expressément au moment de l'émission pour attirer les capitalistes étrangers, de telle sorte que cette garantie se retournait contre les pays prêteurs à change actuellement avarié.

L'Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs Mobilières Étrangères est intervenue à plusieurs reprises auprès de ces Gouvernements, par l'intermédiaire du Gouvernement Français, pour faire respecter les droits de nos nationaux qui se seraient trouvés lésés bien des fois.

A ce sujet, le 16 novembre 1921, a été rendu par la première Chambre du Tribunal Civil de la Seine un jugement entre le « Banco el hogar argentino », et un comité d'obligataires, jugement qui doit faire jurisprudence et consacrer le respect des contrats. Les titres émis par la Société susvisée portaient pour le paiement des coupons la mention « payables soit en francs à Paris, soit en pesos à Buenos-Ayres » et celle-ci donnait aux créanciers français l'option du lieu d'encaissement. Il a été jugé qu'il ne s'agissait pas ici d'une obli-

gation alternative au sens des articles 1189 et 1190 du Code civil et dont l'exécution est laissée au choix du débiteur, mais bien d'une obligation ayant pour objet une chose unique, un certain fonds d'or, que le créancier peut réclamer sur l'une ou l'autre des deux places indiquées et dans la monnaie de son choix. Une semblable décision est intervenue pour certaines obligations du Crédit Foncier Franco-Canadien, émises avec faculté pour les porteurs d'encaisser leurs coupons en francs suisses.

Ainsi donc, un porteur de titres, dont les coupons peuvent être payés, à son choix, soit en Angleterre, soit en Espagne, peut en réclamer le montant en livres sterling ou en pesetas, qu'il fera convertir ensuite en francs au cours du change. L'avantage de ce porteur est évident, quand la monnaie de son pays est dépréciée vis-à-vis de celle des autres pays. Au fur et à mesure que notre change baisse, il touche pour une même somme en monnaie étrangère un nombre de francs proportionnellement croissant. Un coupon d'une livre sterling qui lui rapportait 25.20 au pair, lui donne 50 francs, lorsque la livre est à ce cours, d'où pour lui une augmentation de revenus, nominalement du moins.

La taxe sur le revenu des valeurs mobilières étrangères perçue naturellement sur les sommes touchées en francs et qui a servi de base à nos calculs ci-dessus, accuse donc une plus-value correspondante, ce qui nous permet de conclure à un accroissement du revenu tiré de cette catégorie de titres.

La possession d'une valeur de ce genre était, ces dernières années, fort intéressante, car elle apportait un supplément en quelque sorte automatique d'intérêt et de dividende à l'obligataire et à l'actionnaire. A la bourse, ce compartiment connu en effet une activité énorme, provoquée par les demandes de l'arbitrage.

D'autre part, divers États neutres, pour qui la guerre a été la source d'une prospérité inespérée, ont profité de leur situation exceptionnelle et des avantages de leur change pour rapatrier leurs fonds d'État placés à l'Étranger et diminuer ainsi les charges qu'ils devaient assurer chaque année pour le paiement des intérêts et l'amortissement de ces titres. Au 15 février 1921, l'Espagne avait converti 116.910.700 pesetas d'Extérieure 4 % en rentes

Intérieure et domicilié 759.749.400 pesetas, soit au total 876.660.100 pesetas, de telle sorte qu'il restait seulement entre les mains des Étrangers 150 339.900 pesetas (1).

Ces diverses causes contribuèrent à porter la plupart des titres étrangers de cette catégorie à des cours extraordinairement élevés, alors que certains étaient cotés en 1914 bien au-dessous du pair.

Après le brusque fléchissement consécutif à l'ouverture des hostilités en 1914 et qui a atteint toutes les valeurs mobilières, les fonds d'États étrangers marquent une stabilisation, suivie d'une reprise progressive et parallèle à la dépréciation de notre monnaie nationale, pour les raisons que nous avons indiquées plus haut.

La différence de cours dans le sens de la plus-value est sensible entre 1919 et 1920 où précisément la crise des changes a atteint une acuité extrême.

Les mêmes oscillations se retrouvent pour les obligations et autres titres à revenu fixe émis par des Sociétés étrangères soit de chemins de fer, soit commerciales ou industrielles.

Tous les titres à revenu variable ont subi, eux aussi, les répercussions de la hausse des changes, indépendamment des conditions intrinsèques des entreprises dont ils émanent et qui, dans certains pays, fournisseurs des belligérants, ont réalisé d'énormes bénéfices de guerre.

Leurs cours font ressortir nettement les deux périodes que nous avons signalées dans l'historique de la crise des changes. Alors que ceux-ci ne subissent qu'une dépréciation minime et se stabilisent à un niveau légèrement inférieur au pair jusqu'à 1918, les cours de la plupart des titres n'accusent de 1914 à 1918 que des différences peu considérables et correspondantes d'une part à la hausse du taux de l'intérêt et d'autre part à leur valeur intrinsèque. Mais, de 1918 à 1921, c'est la dégringolade du franc, et nous enregistrons des hausses de plus de 100 pour 100, particulièrement caractéris-

(1) *Economiste Européen* du 11 mars 1921.

tiques au cours de l'année 1920, qui marqua, on le sait, une date dans l'histoire économique et financière de notre Pays.

La faveur dont furent l'objet ces valeurs étrangères, soit à revenu fixe, soit à revenu variable et la hausse des cours par laquelle elle s'est manifestée, s'expliquent donc par l'augmentation des intérêts ou des dividendes, libellés et payés en monnaies étrangères faisant prime sur notre monnaie nationale et qui croissent au fur et à mesure de la dépréciation de cette dernière. Les coupons encaissés en livres sterling, dollars, pesetas, etc., et convertis en francs donnaient aux porteurs des plus-values sensibles et, pour ainsi dire, automatiques, qui faisaient rechercher les titres correspondants. C'est là une augmentation du revenu de cette catégorie de valeurs mobilières, qui n'est pas à dédaigner, et qui est venue compenser partiellement les pertes qu'a subies d'autre part notre Portefeuille étranger.

Il faudrait ajouter à cette augmentation de revenu résultant du change, la bonification de 25 % que recevaient du Trésor français les porteurs de certains titres étrangers, prêtés à l'État dans les conditions que nous verrons plus loin.

SECTION II

Vente d'une partie de notre portefeuille étranger

Si la hausse des devises étrangères par rapport à notre monnaie nationale le est la source d'une augmentation de revenus pour les porteurs français de titres étrangers et de profits pour nos exportateurs, elle constitue par contre un lourd fardeau pour le pays qui a à effectuer, comme le nôtre, d'énormes approvisionnements à l'extérieur. Les statistiques douanaires relatives à notre commerce international au cours des années 1913 à 1921, nous ont indiqué quelles quantités formidables de marchandises nous avons dû faire venir de l'Étranger pour notre alimentation et pour la

défense de notre territoire, et quels déficits restaient à combler pour solder nos achats.

Pour y remédier, trois moyens principaux classiques sont recommandables :

1^o Envoyer des espèces métalliques, de l'or principalement, parce que l'or, ayant une valeur intrinsèque qui lui est propre, est accepté partout ;

2^o Contracter des emprunts à l'Étranger, se faire ouvrir et obtenir des crédits extérieurs avec ou sans garantie ;

3^o Réaliser les créances, que l'on a sur les Pays dont on est débiteur, créances de comptes, créances de capitaux, créances de titres mobiliers et de coupons internationaux.

Nous ne nous arrêterons pas aux deux premiers moyens dont on a usé dans une mesure inégale, et qui n'intéressent pas notre sujet. Le 3^{eme} remède au contraire a eu une influence directe sur le montant du revenu des valeurs mobilières étrangères, et, à ce titre, il mérite une étude approfondie. Nous touchons là à la question de l'importance et de la composition de notre Portefeuille Étranger et de la place que les revenus tirés de ce capital prennent en temps normal dans notre balance des comptes avec les autres pays.

Dans quelle mesure aussi a été effectuée la vente de titres étrangers et quelle influence a-t-elle eu sur notre change ? C'est ce que nous allons rechercher.

Notre portefeuille étranger était évalué, avons nous déjà vu, par Alfred Neymarck, fin 1912, de 40 à 42 milliards, dont 30 à 33 milliards en fonds d'État et 10 à 12 milliards en actions et obligations de Sociétés privées.

De quoi était-il composé ? La majeure partie était constituée par des valeurs russes, environ 11 milliards de fonds d'État et d'obligations garanties et 2 milliards d'actions et d'obligations de diverses entreprises. Nous verrons plus loin le détail de ces chiffres, étant donné l'importance de nos placements en Russie et les conséquences qu'ont entraînées, pour les centaines de milliers de porteurs français, l'avènement du régime bolcheviste et son refus de faire face à ses engagements.

Près de 3 milliards $\frac{1}{2}$ de capitaux étaient placés en Turquie,

3 milliards en Autriche-Hongrie, 3 milliards $\frac{1}{2}$ au Brésil, 1.800 millions au Mexique, près d'un milliard en Chine, quelques milliards dans les Balkans et surtout dans les Républiques Sud-Américaines, comme la République Argentine et le Chili, enfin plusieurs centaines de millions en valeurs anglaises, américaines, espagnoles, hollandaises, suédoises et suisses.

A première vue, il semble que cette somme de titres étrangers a pu soulager dans une mesure appréciable les déficits de notre balance commerciale, mais ici surtout, il ne faut pas seulement considérer la quantité, mais aussi la qualité des titres. Pour que ceux-ci constituent des créances utiles sur les pays dont on est débiteur, il faut qu'ils soient facilement réalisables sur les marchés étrangers et qu'ils puissent fournir rapidement les devises dont on a besoin.

Ce n'est pas tout. Ainsi que le dit M. J. Decamps :

« Parmi les valeurs mobilières une place à part doit être faite
« aux valeurs dites internationales. La négociabilité de cette catégorie
« de titres et leur mobilité sont, en général, beaucoup plus grandes
« que celles des autres valeurs parce qu'elles peuvent être vendues
« ou achetées sur un certain nombre de marchés ; on citerait notam-
« ment le cas de l'Extérieure Espagnole négociable à la fois sur les
« marchés de Londres, de Paris et de Berlin. »

Malheureusement, de ces valeurs là nous n'en avons pas beaucoup. Une grande quantité de titres étrangers a été naturalisée pour des raisons d'ordre fiscal, et comme conséquence ne pouvait pas être négociée hors de notre marché. Ainsi, nous avons bien des créances sur l'Étranger, mais en partie inutilisables, ne pouvant servir au but auquel elles auraient été normalement appelées.

D'autres difficultés vinrent entraver la réalisation de titres négociables sur les marchés extérieurs. Le plus important d'entre eux, celui de Londres, avait été fermé dès le début des hostilités aux porteurs non anglais. Sur l'initiative du Gouvernement français, ce marché fut ouvert dès février 1916 aux porteurs français, mais à la condition que les ordres de vente soient donnés exclusivement par l'intermédiaire de la Banque de France, laquelle, après avoir

constaté que les titres étaient la propriété de Français depuis 1914, les transmettait à la Banque d'Angleterre, en prenant à sa charge les divers frais et commissions. 330 millions de titres ont été réalisés par ce moyen jusqu'en 1919 (1). Ce ne fut que le 18 août de cette même année qu'a eu lieu la réouverture de ce marché pour les négociations libres, facilitant ainsi l'arbitrage des valeurs internationales.

D'autre part, moyennant certaines justifications à fournir par le donneur d'ordre, il fut possible, après la panique des premiers mois du conflit, de négocier des titres à New-York et sur les principales places neutres de l'Europe : Madrid, Genève, Amsterdam, Stockholm. Tous les états alliés ont d'ailleurs usé de ce moyen. D'après « l'Annalist » la vente des Valeurs américaines, à New-York pour compte Européen, a été de : 1 million de dollars par jour. Chez nous, il a été négocié jusqu'en 1919, par l'intermédiaire de la Banque de France, pour 33 millions de titres sur ces places. (1)

Ces ventes, en même temps qu'elles fournissaient au pays des devises étrangères, constituaient pour les porteurs une opération très lucrative. Le bénéfice du change augmentant le montant en francs des coupons, rendait les titres très attrayants et avait pour conséquence de les pousser à des cours fort élevés, jusqu'alors inconnus, ainsi qu'il résulte des tableaux publiés plus haut. Par exemple, l'Extérieure Espagnole 4 % qui, avant guerre, était cotée en Bourse de Paris, 25 ou 30 points au dessous du pair, s'établît avec une prime de 100 pour 100. C'était une occasion unique dont il fallait profiter et qui fut un incitant à la réalisation de ces titres.

Diverses mesures, intéressant l'objet de notre étude, furent encore prises par le Gouvernement français dans le but d'atténuer la crise des changes. En juin 1915, il a, d'abord, pour se procurer des devises américaines, racheté les obligations Pensylvania 3 3/4 %

(1) Rapport de l'Assemblée générale des Actionnaires de la Banque de France pour l'année 1920,

et Chicago Milwaukee 4 % à leur prix d'émission à Paris, pour les remettre à des Banques américaines, qui consentaient à prêter 80 % de la valeur de ces titres. A suivi au cours de l'année 1915 le rachat des obligations Central Pacific 4 % et des obligations New-York, New-Haven 4 %. Ces titres ne figuraient d'ailleurs pas en grand nombre dans les portefeuilles français.

On se procura également des crédits à l'Étranger par divers moyens qui aboutirent partiellement à une vente de titres étrangers. C'est en premier lieu, l'opération des prêts de titres à l'État. Un décret du 5 mai 1916 fit connaître aux détenteurs de certains titres de pays neutres les conditions dans lesquelles ces titres pouvaient être prêtés à l'État. Pour prix de leur coopération, les prêteurs recevaient, tant au début de la 1^{re} année que lors du paiement du 1^{er} coupon venant à échéance dans chacune des deux autres, une bonification définitivement acquise égale à 2 % du revenu brut annuel (en francs). Une somme de 16.500.000 francs, était inscrite à ce titre au budget de 1916. C'était donc, outre la prime du change, une autre augmentation de revenu pour le porteur.

D'après les diverses listes successivement publiées, 8 à 10 milliards de titres étaient susceptibles d'être utilisés pour cette opération. Quel en fut le résultat ? D'après une récente communication du Ministre des Finances, le montant des valeurs prêtées à l'État au cours de la guerre s'élève à 1.894.924.100 francs. Au 15 septembre 1918, date où fut suspendue l'opération, la Banque de France avait reçu 788.350 titres d'une valeur nominale de 646 millions 376.100 (1). Les titres, remis à l'État pour trois ans en vertu du contrat de prêt, ne retournèrent pas tous à leurs anciens porteurs.

En effet, un arrêté ministériel, en date du 14 septembre 1918, a mis fin à cette opération et a donné aux prêteurs de titres neutres la faculté d'échanger au Trésor les certificats négociables délivrés au moment du prêt contre des obligations de la Défense Nationale.

(1) Rapport de M. Pallain, Gouverneur à l'Assemblée générale des Actionnaires de la Banque de France, pour l'exercice 1918.

Combien de titres étrangers furent ainsi cédés à l'État ? Nous n'avons pas à ce sujet de chiffres d'ensemble. Contentons-nous de signaler qu'au 25 octobre 1918, date de la clôture de l'opération, la Banque de France était intervenue dans l'échange de 36.022 certificats représentant une valeur de reprise de 324.892.369 fr. (1)

Également, en vue d'accroître les moyens de paiement à l'Étranger mis à la disposition du Trésor Français, celui-ci, par arrêtés Ministériels des 15 mars et 2 mai 1919, a fait connaître son intention d'user, pour certaines catégories de valeurs prêtées, du droit de rachat, qu'il s'était réservé dans le contrat d'emprunt. Fin 1919, étaient passés par l'intermédiaire de la Banque de France 24.300 certificats négociables correspondant à des titres rachetés, et représentant une valeur de rachat de 168.379.000 francs (2)

Ces diverses mesures, prises en vue de remédier à la crise des changes et de procurer au Pays les moyens de paiement à l'Étranger, a eu pour résultat de réduire le montant de notre Portefeuille Étranger et, par conséquent, de diminuer les revenus que nos nationaux tiraient de cette source.

L'importance de cette réduction est-elle chiffrable ? On a cité 5 milliards environ comme représentant le montant des titres étrangers vendus. Il semble que la vérité n'est pas très éloignée. 5 milliards sur un chiffre global de 40 à 42 milliards de titres étrangers détenus par les Français, à peine 1/8, cela semble peu important. Il faut tenir compte qu'une grosse partie de notre portefeuille, ainsi que nous l'avons vu plus haut, émanait de pays à change déprécié par rapport au nôtre et de pays ennemis, et était inutilisable dans la circonstance.

D'autre part, un grand nombre de porteurs de titres négociables, pensant profiter encore pendant longtemps des taux élevés du change et de la prime qui en résultait pour le paiement

(1) Rapport de M. Pallain, Gouverneur, à l'Assemblée générale des Actionnaires de la Banque de France, pour l'exercice 1918.

(2) Rapport de M. Pallain, Gouverneur, à l'Assemblée générale des Actionnaire de la Banque de France, pour l'exercice 1919.

des coupons ne s'en sont pas dessaisis, malgré les hauts cours cotés en Bourse.

Il semble donc que des trois principaux moyens employés pendant le cours des hostilités et depuis l'armistice pour remédier à la hausse des changes, celui qui a eu recours à la vente de titres à l'Étranger n'eut pas une très grande importance et n'exerça pas une influence considérable. Il a pu cependant mettre une provision intéressante de devises étrangères à la disposition du Trésor.

*
* *

Nous nous trouvons amenés à examiner ici les effets des changements produits par les événements extérieurs sur les revenus des valeurs mobilières étrangères et l'importance que ceux-ci peuvent avoir dans le règlement de notre balance commerciale d'abord et de notre balance des comptes ensuite.

Tout le monde sait, et les chiffres publiés ci-dessus le confirment, que le commerce extérieur de la France, comme celui de toute grande nation, se soldait avant-guerre par un excédent des importations sur les exportations. Notre pays achetait plus qu'il ne vendait et, de ce fait, il se trouvait débiteur d'un certain reliquat à l'égard de l'étranger. En 1913, la différence entre les importations (8.422.000.000) et nos exportations (6.880.000.000), faisait ressortir un déficit de 1.542.000.000 qu'il nous restait à couvrir. Mais, à côté de nos exportations, nous disposions de bien d'autres créances sur l'Étranger et, en particulier, nous tirions chaque année de notre portefeuille exotique un revenu de plus de 2 milliards 200 millions, qui non seulement amortissait ce déficit, mais encore nous permettait, avec les autres ressources d'origine étrangère, de faire de nouveaux placements s'élevant à 2 ou 3 milliards.

Mais la guerre a changé tout cela et a renversé la situation de fond en comble. Pour les diverses raisons que nous avons exposées et pour d'autres raisons encore qui feront l'objet de la section suivante, le revenu de notre Portefeuille étranger a subi une forte

diminution. Nous ne tirons en 1920, de cette source qu'environ 1.500 millions et, pendant cette année, le déficit de notre balance commerciale atteignit 23.010 millions, que font ressortir les chiffres de nos importations (49.905 millions) et de nos exportations (26.895 millions). Ces 1.500 millions ne peuvent plus fournir qu'un maigre appoint et combler pour une bien faible part ce gouffre profond. C'est là d'ailleurs un aspect de la grande crise de nos changes, puisque maintenant que les crédits internationaux nous ont été supprimés par l'Angleterre et les États-Unis, nos principaux créanciers, nous nous trouvons livrés à nos seuls moyens en face d'un tel déséquilibre.

La situation de notre balance des comptes, dont nous allons essayer d'esquisser quelques éléments, confirme l'étendue de notre dette vis-à-vis de l'Étranger et l'insuffisance pour nous en acquitter des revenus que nous tirons actuellement de notre portefeuille étranger.

Qu'entend-on d'abord par balance des comptes ? C'est le tableau de toutes nos dettes et de toutes nos créances sur les pays étrangers, à quelque titre que ce soit, et que l'on peut résumer en 3 éléments :

- 1^o Marchandises (importations et exportations);
- 2^o Titres (valeurs mobilières, coupons, amortissements);
- 3^o Dépenses des individus (dépenses des étrangers sur place sous déduction des charges correspondantes des français établis au dehors et des économies envoyées dans leur pays d'origine par les travailleurs d'autres nationalités.)

Avec M. Pupin (1) examinons les chiffres relatifs à ces trois postes et qu'il a condensés dans les tableaux suivants :

(1) « Richesse privée et finances françaises de l'avant-guerre à l'après-guerre ». — Chapitre 5, pages 25 à 36.

Dettes de l'Etranger envers la France
(en millions de francs)

	en 1913
<i>Marchandises.</i> — Achat de marchandises françaises.(Exportations)	6 .582
<i>Titres.</i> — Achat de valeurs françaises émises en Bourse de Paris	90
— Coupons de valeurs étrangères	1 .985
— Amortissements et remboursement	350
<i>Individus.</i> — Montant des dépenses des étrangers en France.....	1 .830
	10 .837

Dettes de la France envers l'Etranger
(en millions de francs)

	en 1913
<i>Marchandises.</i> — Achat de marchandises étrangères (importations)	7 .851
<i>Titres.</i> — Nos achats de valeurs mobilières étrangères (titres admis à la Bourse de Paris et valeurs non abonnées)	1 .895
— Coupons dus par des titres français aux porteurs étrangers.	182
— Amortissements et remboursements d'obligations françaises détenues par des Étrangers.	15
<i>Individus</i> — Montant des achats et dépenses des Français établis au dehors	250
— Capitaux envoyés dans leur pays d'origine par les ouvriers étrangers occupés en France	100
Balance par envoi de numéraire	544
	10 .837 (1)

(1) « Richesse privée et finances françaises de l'avant-guerre à l'après guerre ». R. Pupin, Pages 25 et 26.

Cette balance se soldait donc par un excédent en notre faveur de 544 millions, qui se manifestait pour notre pays par des entrées d'or.

Mais il est nécessaire d'indiquer quelques renseignements sur la façon dont ces chiffres ont été obtenus.

A *l'actif* de la France d'abord. Le chiffre de nos exportations donné par les statistiques douanaires, doit subir une première diminution, provenant de nos exportations dans nos colonies qui ne peuvent être assimilées aux Pays Étrangers. Il faut aussi, d'après les renseignements recueillis à des sources autorisées, faire une déduction de 10 % en moyenne, car les dettes et créances nées de notre commerce extérieur excèdent le montant strictement attribué, soit à l'importation soit à l'exportation qui les déterminent et cela par suite des évaluations, inférieures à la réalité, de la Commission des valeurs en douanes.

Pour les achats de valeurs mobilières françaises M. Pupin compte que les étrangers peuvent acquérir 5 % du montant des valeurs admises à la Bourse de Paris, qui était de :

1700 millions au Parquet.

109 millions à la coulisse.

soit : 1809 millions

La proportion adoptée correspond donc à 90 millions.

Le montant des coupons des valeurs étrangères résulte des statistiques fiscales, d'après le rendement de la taxe sur le revenu des valeurs mobilières étrangères abonnées et non abonnées, après lui avoir fait subir quelques corrections.

Le chiffre des amortissements et remboursements a été établi suivant les indications puisées à bonne source auprès des principaux établissements émetteurs.

Quant au montant des dépenses des étrangers en France on ne peut l'indiquer que par balance, c'est-à-dire « qu'ajouté à l'ensemble des autres créances de la France à l'Étranger, il forme le complément nécessaire pour équilibrer la balance économique et retrouver

le total de nos dettes » (1). C'est là d'ailleurs la seule méthode.

Pour le *passif* de la France, le chiffre des importations a été porté d'après les observations faites à propos de nos statistiques d'exportations, mais ici une majoration de 3 % a été jugée suffisante pour obtenir un résultat conforme à l'objet de ces recherches.

Le montant de nos achats de valeurs mobilières étrangères a été obtenu en déduisant du chiffre de cette catégorie de titres admis à la Bourse de Paris :

1^o 15 % montant des valeurs absorbées et payées par des étrangers ;

2^o 20 % pour tenir compte de l'écart moyen entre le pair et les prix d'émission augmentés de divers frais ;

et en ajoutant 500 millions en représentation de nos achats de valeurs étrangères non cotées en France (ce dernier chiffre venant comme un minimum des résultats de la loi du 29 mars 1914).

Pour avoir le montant des coupons dus par les titres français aux porteurs étrangers, on a pris 5 % du revenu des valeurs mobilières françaises comme étant, d'après les informations recueillies, la part de ce que les étrangers peuvent posséder.

L'amortissement et le remboursement d'obligations françaises détenues par les étrangers sont évalués au quart des coupons afférents à ces titres, qui représentaient 5 % du revenu total.

Le montant des achats et les dépenses des Français dans les pays étrangers ont été évalués, d'après certains rapprochements, à 10 ou 15 % du montant dépensé en France par les Étrangers de toutes nationalités.

Enfin, les capitaux envoyés dans leur pays d'origine par les ouvriers occupés en France paraissent représenter 10 % des salaires touchés par les travailleurs étrangers et évalués à 1 milliard dans l'ensemble.

Résumons ces indications dans le tableau ci-après :

(1) R. Pupin. Opere citato, page 30.

SITUATION DE NOTRE BALANCE DES COMPTES EN 1913

Dettes de l'Étranger Dettes de la France Balance par
catégorie

Marchandises	6.582	7.851	—	1.269
Titres	2.425	2.092	+	333
Individus	1.830	350	+	1.480
	10.837	10.293	+	544

Balance en faveur
de la France par
envoi de numéraire

544

10.837 10.837 (1)

Nous voyons en conclusion que le premier poste se solde à notre charge par un déficit de 1.269 millions, que les titres envoyés ou reçus s'équilibrent à 300 millions près et que la source de nos profits est constituée spécialement par les dépenses effectuées chez nous par les Étrangers.

Et maintenant, sur ces bases et suivant ce procédé, essayons d'indiquer pour 1920, que nous prendrons comme terme de comparaison non pas un tableau d'ensemble de notre balance des comptes actuelle, ce qui serait impossible à établir, mais les modifications approximatives survenues dans quelques-uns de ses éléments.

On a bien donné pour les dettes non commerciales, lorsque les intérêts de tous nos emprunts extérieurs seront exigibles, les chiffres globaux suivants :

Déficits antérieurs et arrérages..... 18 milliards (très approximativement).

Autres éléments (frets, voyages etc.) ... 2 milliards

Total 20 milliards

dus à l'Étranger (2).

(1) « Richesse privée et Finances publiques de l'avant-guerre à l'après guerre ». — M. R. Pupin, page 33 et 34.

(2) « Le Problème de la Monnaie », Jacques Arthuys, page 162.

Mais dans l'impossibilité où nous nous trouvons de décomposer et de vérifier ces chiffres, nous ferons figurer ici ceux seulement faciles à connaître et qui sont entrés en compte dans notre balance de 1920.

A l'*actif* de notre pays, nous portons d'abord le chiffre de nos exportations de marchandises qui, d'après les statistiques douanaires, s'élevaient pour l'année considérée à 26 milliards 894 millions. En déduisant nos exportations dans les colonies françaises, et en adoptant pour les raisons indiquées, plus haut une majoration moyenne de 10 %, 1920 donne :

26.894 millions moins 4.030 millions, soit 22.864 millions plus 2.286 millions = 25.150 millions.

En ce qui concerne les achats par l'Étranger de valeurs françaises émises à la Bourse de Paris, nous n'avons pas de chiffres précis à ce sujet. Il est certain que nombre de capitalistes étrangers ont profité de la prime de leur change pour mettre en portefeuille une certaine quantité de titres français ; du moins pouvons-nous indiquer la part prise par les souscriptions étrangères dans les deux emprunts de l'État émis en 1920 :

Emprunt 5 % 1920	275 millions
Emprunt 6 % 1920	250 millions

Soit 525 millions

Nous connaissons déjà le montant des coupons de valeurs étrangères, représentant pour 1920 une somme de 1.500 millions environ.

Il est également impossible d'indiquer, même de loin, le montant des amortissements et remboursements de titres étrangers. Il ne doit pas être très élevé, car les emprunts russes fournissaient avant guerre, à eux seuls, 150 millions sur les 350 millions de titres étrangers, remboursés annuellement et dont une partie, pour les pays ex-belligérants, n'a pas encore repris le service d'amortissement suspendu pendant la guerre.

Quant au montant des dépenses des étrangers en France, il n'y a aucun procédé pour le connaître. On l'établissait par diffé-

rence dans le tableau de notre actif et de notre passif, mais à l'heure actuelle aucun tableau d'ensemble ne peut être dressé. Il semble que c'est là pour notre pays, comme déjà avant la guerre, une source abondante et précieuse de changes que représentent les sommes dépensées par les étrangers sur notre territoire.

La France, par ses richesses et ses beautés naturelles, et aussi hélas ! par le triste spectacle de ses régions dévastées, attire et attirera davantage encore une foule de visiteurs venus de tous les pays du monde et particulièrement de ceux dont la monnaie fait prime sur la nôtre, ce qui permet à leurs ressortissants des voyages avantageux. Il en est ainsi pour les touristes américains et anglais qui sont nombreux dans notre pays.

Si nous passons aux *dettes* de la France envers l'Étranger, nous avons d'abord les achats de marchandises étrangères importées. Les chiffres de la douane (commerce spécial), sous déduction des importations de nos colonies, donnent pour 1920, 49.904 millions moins 3.528 millions, soit 46.376 millions. Il convient de majorer ces chiffres d'au moins 3 %, comme il a été expliqué plus haut pour obtenir un résultat conforme à l'objet de nos recherches. En faisant cette addition, nous arrivons à 47.767 millions.

Nous trouvons ensuite une rubrique qui ne figurait pas avant guerre : les charges de nos emprunts à l'Étranger. A la veille du cataclysme, notre Pays n'avait aucune dette extérieure, mais l'obligation où il se trouva d'effectuer de gros achats dans les pays alliés pour satisfaire à son approvisionnement en vivres et en matériel de guerre, le rendit débiteur à l'égard de ses fournisseurs de sommes considérables. C'est par des crédits d'État à État et des emprunts émis sur les places étrangères qu'il se procura le change nécessaire pour payer ses achats. De là, des charges nécessitées par le paiement des intérêts de ses emprunts, charges qu'on peut chiffrer à plus de 4 milliards et qui correspondent à 75.164 millions en capital, au cours du change au 31 mars 1921. Le détail

des sommes qui nous ont été prêtées par les pays étrangers peut s'établir ainsi :

Dette extérieure :

A terme	3,616 millions dollars	États-Unis.
	100 —	Yens Japon.
Flottante	610 —	Liv. sterl. . Angleterre.
	22 —	Dollars États-Unis.
	30 —	Yens Japon.
	497 —	Pesetas Espagne.
	44 —	Pesos Républ. Argentine
	46 —	Francs Suisse.
	55 —	Florins Hollande.
	15 —	Pesetas Uruguay.

Soit au cours

du change 44.604 millions pour la dette à terme.
 30.560 — — — flottante.

Formant un

total de 75.164 millions (1).

Si l'on ne tient pas compte du change, le chiffre n'est plus que de : 35.286 millions, évaluation faite en francs à la parité et qui offre cet avantage de constituer une base d'estimation stable, insensible aux fluctuations journalières du change. Mais la réalité est que nous avons emprunté des dollars, des livres sterling, etc. et que nous sommes débiteurs du montant de francs que représentent ces emprunts, convertis au cours actuel du change. Ainsi de nulle en 1913, notre dette extérieure est passée en 1921 à 35.286 millions au pair sur lesquels 6.490 millions représentent des dettes commerciales et 28.796 millions des dettes politiques, dont 13.511 millions sont dus à l'Angleterre, et 15.285 millions aux États-Unis (2).

(1) *Economiste Européen* du 27 janvier 1922.

(2) *Economiste Européen* du 27 janvier 1922.

Il est vrai qu'en face de ces dettes vis à vis de l'Étranger, nous avons sur d'autres nations étrangères des créances qui se répartissent ainsi au 30 juin 1921 :

Russie (ancien régime)	5.275	millions
Russie (divers Gouvernements)	480	—
Belgique	3.027	—
Yougo-Slavie	1.554	—
Roumanie	1.103	—
Grèce	918	—
Pologne	1.082	—
Tchéco-Slovaquie	552	—
Italie	49	—
Monténégro	13	—
Léthonie	11,5	—
Esthonie	11,5	—
Lithuanie	6	—

14.082 millions (1)

Depuis cette date, d'autres sommes ont été avancées à divers pays, notamment à l'Italie et à la Serbie.

Malheureusement, près de la moitié de ces sommes nous est due par la Russie, et c'est là plus qu'une créance douteuse ou du moins d'un recouvrement à date indéterminée. Des délais ont été accordés à la plupart de nos débiteurs pour le paiement de leurs intérêts, et pour cette raison nous n'avons pas fait état de ces créances, étant donné le faible montant de ce qui nous est payé annuellement, à l'heure actuelle.

En ce qui concerne les dettes extérieures de guerre, nous n'avons, en attendant le règlement définitif, assuré jusqu'ici que les intérêts des emprunts contractés envers des sociétés privées et quelques remboursements de capital. Pour les autres, les dettes envers les Trésoreries sont capitalisées.

(1) *Economiste Européen* du 27 janvier 1922.

Seuls les intérêts des obligations remises à la Trésorerie des États-Unis en paiement des stocks de l'armée américaine et qui figurent pour 400 millions de dollars étaient exigibles en vertu de nos accords avec Washington. La charge qui en résulte pour nous est, annuellement, au taux de 5 %, de 20 millions de dollars et a motivé dans notre budget de 1921 un crédit de 290 millions de francs. Quant aux intérêts arriérés sur les avances de la Trésorerie Fédérale, ils représentent, d'après le « Times », 284 millions de dollars.

Une somme globale de 900 millions environ figurait au budget de 1920 au titre de nos intérêts exigibles de la dette extérieure (1).

Dans ces conditions, le paiement des intérêts sur les emprunts que nous avons contractés à l'Étranger n'a pas encore bien fait sentir son influence sur la balance des comptes.

Il est encore bien difficile d'évaluer, pour 1920, le montant de nos achats de valeurs mobilières étrangères. Le chiffre n'en doit pas être considérable par suite des restrictions apportées au droit d'émission des valeurs mobilières par la Loi du 31 mai 1916, et surtout par suite de l'interdiction d'importation de titres et valeurs mobilières édictée par la loi du 3 avril 1918, bien que certaines dérogations aient cependant été prévues. Les titres étrangers émis en 1920 ne se sont élevés qu'à 29 millions, chiffre insignifiant dont nous ne tiendrons pas compte.

Aussi hasardeux il est d'indiquer le montant des coupons dûs par des titres français aux porteurs étrangers et celui de l'amortissement et du remboursement d'obligations françaises détenues par les étrangers, divers textes législatifs ayant apporté encore ici des entraves à la circulation des capitaux.

Si l'on prend le chiffre des souscriptions étrangères à nos grands emprunts, on peut indiquer comme suit, pour chacun d'eux, le montant des arrérages payés de ce chef par l'État, en 1920 :

(1) Bulletin de statistique et de législation comparée du Ministère des Finances, février 1921.

Emprunts —	Capitaux souscrits par l'étrang.	Intérêts correspondants
5 % 1915	613 millions	30.650.000
5 % 1916	470 —	23.500.000
4 % 1917	122 —	4.880.000
4 % 1918	939 —	37.560.000
5 % 1920	275 — (1 coupon seule- ment payé en 1920)	6.875.000
		103.465.000

C'est donc plus de 100 millions qu'il nous a fallu exporter en 1920 pour payer les porteurs étrangers de nos titres de rente.

Enfin, la guerre ayant arrêté, avec la mobilisation par exemple, les phénomènes d'émigration et d'immigration et restreint les relations internationales, soit par voie terrestre, soit par voie maritime, il semble qu'on doive négliger le montant des achats et dépenses des français dans les pays étrangers. De plus, par suite de la dépréciation de notre change sur la plupart des pays voisins, les voyages n'ont pas repris comme autrefois parce qu'ils sont devenus plus coûteux.

De même pour les capitaux envoyés dans leurs pays d'origine par les ouvriers étrangers occupés en France. Il existe bien un assez fort contingent de ces ouvriers, employés par la reconstitution des pays dévastés, mais leurs économies rapatriées doivent être assez faibles.

A défaut de tableau d'ensemble, récapitulons ci-dessous les chiffres obtenus pour ces quelques éléments entrant dans notre balance des comptes en 1920.

Dettes de l'étranger :

Marchandises exportées	25.150 millions
Achat de titres de rentes françaises	525 millions
Coupons de valeurs étrangères	1.500 —

Soit pour ces trois postes 27.175 millions

Dettes de la France :

Marchandises importées	47.767 millions
Intérêts des emprunts en pays étrangers ...	900 —
— payés sur emprunts souscrits par	
l'Étranger	103 —

Soit pour ces trois postes 48.770 millions

En ne consultant que ces trois rubriques de notre balance des comptes, nous constatons en 1920 un déficit de plus de 21 milliards $\frac{1}{2}$. Nos 1.500 millions de coupons étrangers n'ont donc pu contribuer que dans une très faible part à combler ce déficit, comme c'était déjà le cas pour celui de la balance commerciale. Le déficit de la balance des comptes, comme celui des 109.112 millions d'excédents de nos importations sur nos exportations ont cependant été liquidés. Ils ont été payés en livres sterling, en dollars, en piastres argentines, en florins hollandais, en couronnes scandinaves, en pesetas espagnoles, en francs suisses, etc.

Comment avons-nous pu nous procurer des devises étrangères représentant cette effroyable somme ? Par des emprunts or contractés par nous au dehors, par des sorties directes de métal jaune, par des réalisations de titres étrangers, par certaines recettes invisibles d'ordre extérieur (dépenses des soldats alliés sur notre territoire, des touristes anglais, américains, etc.) et en grande partie par ces placements étrangers en devises françaises, dont l'équivalent nous a été fourni en monnaies étrangères par des capitalistes de divers pays consentant à acheter des francs, sans en avoir l'emploi assuré, simplement pour les conserver en portefeuille dans l'attente de leur hausse future. Ce phénomène, purement monétaire, a d'ailleurs déjà été analysé.

Les revenus tirés des valeurs composant notre portefeuille étranger nous ont bien fourni du change, mais dans une proportion très faible en comparaison des règlements à faire. On voit donc les perturbations qu'ont apportées dans ce domaine les événements des neuf dernières années.

SECTION III

*Suspension et cessation de paiements de coupons pendant et depuis
la guerre.*

Sociétés françaises — Pays ennemis — Russie.

L'ouverture des hostilités, en Août 1914, a naturellement apporté de graves perturbations dans la situation économique de notre pays d'une part et a supprimé toutes relations du même ordre entre les deux groupes de pays belligérants d'autre part. La conséquence de cela fut que les porteurs de nombreux titres nationaux et étrangers ont cessé de toucher leurs coupons et que le revenu des valeurs mobilières en a été particulièrement réduit.

I

En ce qui concerne notre pays d'abord, diverses mesures ont été prises par le Pouvoir Exécutif et ratifiées ensuite par le Parlement, en vue d'atténuer la crise qui éclata avec la mobilisation. La guerre, cause de force majeure, qui ne pouvait entrer dans le domaine des prévisions, a rendu impossible l'exécution des divers contrats et c'est dans le but de protéger, dans la mesure du possible, les contractants et de concilier leurs intérêts respectifs que furent édictés les moratoires. On connaît particulièrement celui des échéances des effets de commerce, qui n'a pris fin qu'en Décembre 1920, et celui relatif au retrait de fonds dans les banques.

Signalons ici le décret du 29 août 1914 donnant aux Sociétés la faculté, jusqu'à une date fixée après la cessation des hostilités, de suspendre le paiement des coupons et des lots et le remboursement des obligations amorties. Un autre décret, en date du 27 septembre 1914, étendit cette faculté au paiement des dividendes d'actions et de parts de fondateur. D'autres délais furent accordés par divers décrets successifs, dont le dernier en date du 24 mars

1915, et ils ne furent abrogés que le 3 février 1920, et encore avec une réserve pour les sociétés, situées en pays envahis, qui continuent à bénéficier d'importantes facilités. Il faut avouer que peu de sociétés se prévalurent de ces dispositions et que la plupart firent face régulièrement à leurs engagements. Ce moratoire n'eut donc pas grande influence sur le chiffre de nos revenus mobiliers au cours des années de guerre.

Mais les événements eux-mêmes et au premier chef l'invasion du territoire vinrent bloquer une grosse partie de notre portefeuille de valeurs mobilières. Un grand nombre de celles-ci furent laissées dans nos régions si riches du Nord et en Belgique et, naturellement, restèrent improductives pour leurs propriétaires, dans l'impossibilité où ils étaient de toucher leurs coupons, quand du moins les allemands ne leur avaient pas pris le capital. On évalue à 10 ou 12 milliards les titres de cette catégorie. Remarquons que la diminution de revenus qui en a été la conséquence ne fut que temporaire et que de nombreuses mesures ont été prises dès l'armistice pour faire recouvrer cette masse de titres et payer les coupons arriérés.

Ceci se manifeste dès maintenant et se manifestera davantage encore dans les années futures par un accroissement de cette catégorie de revenus mobiliers, dont une partie devra être reportée logiquement aux années au titre desquelles ces revenus auraient été perçus normalement.

La restitution des valeurs mobilières, volées par nos ennemis, fut exigée dans les conditions de l'armistice, et huit milliards étaient déjà rentrés quelques semaines après. D'autre part, les articles 297 et 298 du Traité de Versailles ont réglé également cette question.

Pour éviter la négociation des titres volés et encore aux mains de leurs illégitimes détenteurs, on a simplifié les formalités exigées par les lois de 1872 et de 1902, pour la protection des porteurs de titres perdus, volés ou détruits. On sait qu'aux termes de la loi du 15 Juin 1872, une notification doit être faite par Ministère d'huissier aux Etablissements débiteurs et aux Syndicats des agents de change, en vue de l'inscription du titre en question au Bulletin

des Oppositions. La loi du 4 avril 1915 a établi des mesures exceptionnelles et provisoires, tendant :

a) à protéger le porteur dépossédé contre le paiement des coupons et titres à toute autre personne qu'à l'opposant ;

b) à faciliter la reprise du service des coupons à son profit jusqu'à restitution des titres ;

c) à créer un empêchement à la négociation des titres en France.

Cette loi envisageait également le cas de dépossession définitive par suite de la destruction matérielle des titres par l'incendie, l'eau et le pillage. La loi de 1872 aurait entraîné, par suite de l'intervention d'un huissier et par l'obligation d'un dépôt de cautionnement, des frais assez élevés pour percevoir les intérêts et dividendes échus pendant la guerre. La loi du 4 avril 1915 exonérait de tous frais les porteurs des régions envahies dépossédés, les a déchargés de toute caution et a réduit considérablement les délais fixés par la loi précitée.

Dans le cas b) qui nous intéresse plus particulièrement, le porteur dépossédé peut, après justification de son titre de propriété, toucher les dividendes et intérêts correspondants, lorsque trois mois seront écoulés depuis l'échéance de chaque coupon, et si, pendant ce délai, personne ne s'est présenté, comme propriétaire des titres ou coupons. Ce régime de faveur fut maintenu bien après l'armistice, pour les porteurs dont les titres n'ont pu être retrouvés après la signature de la paix. La promulgation de la loi fixant la date de la cessation des hostilités (24 octobre 1919) clôturait, dans un délai de six mois, la durée d'application de la loi de 1915. Mais, sur de nombreuses demandes, la date d'expiration fut définitivement prorogée jusqu'au 30 juin 1920.

Une mesure de protection semblable a été prise pour les rentes françaises sur lesquelles aucune opposition officielle n'était possible jusqu'alors. Plusieurs arrêtés ont permis le paiement des arrérages aux porteurs de rentes victimes de la guerre. Une loi du 16 Février 1917, modifiant complètement la procédure précédemment suivie, leur a permis notamment de s'opposer à la cession des titres perdus ou volés, en faisant publier les numéros au Bulletin

Officiel des Oppositions. Enfin, une loi du 31 Juillet 1918 a étendu aux porteurs de bons et d'obligations de la Défense Nationale, dépossédés dans les mêmes conditions, le bénéfice des lois et décisions antérieures applicables aux rentes françaises.

Cet ensemble de mesures de protection a permis à de nombreux porteurs de titres de toucher leurs coupons arriérés, et, de ce fait, le revenu des valeurs mobilières s'en est trouvé augmenté après l'application des dispositions de ces divers textes.

Il restait encore cependant une lacune sur ce terrain, car si la loi du 4 avril 1915 établissait la même protection pour les valeurs françaises et pour les titres et coupons de valeurs étrangères dont le service était effectué par des Etablissements en France, ces mesures ne pouvaient avoir d'effet sur la reprise, au profit de l'opposant, du service des coupons, du paiement du capital échu ou de la délivrance d'un duplicata par le débiteur étranger, ainsi que sur la négociation des titres à l'étranger. Il fallait que l'intéressé s'informât de la législation des pays d'origine des titres, s'il en existait sur la question, mais en tous cas insuffisante et inefficace.

Mais, depuis 1919, certains pays ont modifié leur législation pour l'adapter à la situation spéciale résultant de la guerre ou ont créé une législation sur ce point, temporaire et exceptionnelle, limitée au cas de dépossession, par suite des hostilités.

L'Office Nationale des Porteurs Français de Valeurs Mobilières a attiré sur ce point l'attention des pouvoirs publics, qui ont obtenu certaines facilités auprès des gouvernements étrangers, et a suggéré l'idée de la création d'un bulletin international des oppositions pour la publication d'une liste spéciale des titres perdus ou volés par suite de la guerre. Lecture a été donnée en 1920 par M. Bezard-Falgas, à l'Académie des Sciences morales, d'un travail sur « les mesures internationales destinées à protéger les propriétaires de titres au porteur dépossédés ». Cette idée a été reprise et mise en application par M. Ch. Dumont, Avocat Belge, qui a recueilli, dans le Bulletin périodique belge des oppositions les numéros des titres de cette catégorie. Des ententes internationales peuvent aussi être conclues sur ce point et un vœu a été

émis dans cet ordre d'idées à la Conférence financière internationale de Bruxelles (24 Septembre — 8 octobre 1920).

Signalons enfin, dans l'attente d'une législation internationale sur la question, que la loi du 17 avril 1919, sur la réparation des dommages causés par les faits de guerre, la possibilité pour l'Etat Français de se substituer aux porteurs dans les poursuites à faire à l'Etranger, sauf à les indemniser directement de la valeur de leurs titres, lorsque la perte définitive en sera prouvée.

Cependant il aurait été à craindre que le paiement des coupons ou intérêts arriérés fut entravé par l'opposition de la prescription ordinaire qui, en France, on le sait, est de 5 ans, (art. 2.277 du Code Civil), si des mesures n'avaient été édictées en vue de suspendre le cours de cette prescription. Le décret du 10 Août 1914, art. 1 a, en effet, « suspendu, en France, pendant toute la durée de la mobilisation et jusqu'à la cessation des hostilités, toutes prescriptions et péremptions en matière civile, commerciale et administrative, tous délais impartis pour signifier, exécuter ou attaquer les décisions des tribunaux judiciaires et administratifs. »

Mais la loi du 4 juillet 1915 a restreint la portée logique de ce texte en ce qui concerne les coupons venus à échéance pendant la guerre. Alors que les délais de prescription des coupons échus avant le 2 Août 1914 sont prolongés, à compter du 24 octobre 1919, date de la cessation officielle des hostilités, d'une durée égale à celle qui restait à courir au 2 Août 1914, le régime des autres peut se résumer ainsi :

1^o — Coupons échus entre le 2 août et le 24 octobre 1914, le délai de 5 ans a pris cours à compter du 24 octobre 1919 (art. 1 de la loi).

2^o — Coupons échus du 24 octobre 1914 au 24 Avril 1915, les porteurs bénéficient d'une prolongation de 6 mois du délai normal de 5 ans, à compter de son échéance régulière (art. 3).

3^o — Enfin, pour les coupons échus après le 24 avril 1915, il n'existe aucune modification au droit commun de la prescription de 5 ans.

Mais, comme un certain nombre de porteurs des régions an-

ciennement occupées se sont trouvés dans l'impossibilité d'effectuer en temps utile l'encaissement des coupons échus au début des hostilités, la loi du 16 Juillet 1921, réglant le statut fiscal des régions libérées, a accordé un délai plus long, qui lui-même a été prolongé par la suite jusqu'au 1^{er} janvier 1923.

L'article III de la loi du 25 Juin 1920, réservant au profit de l'Etat le montant des coupons, arrérages et dividendes atteints par la prescription quinquennale, ne touche en rien aux dispositions de la loi du 4 juillet 1915.

Ici aussi, l'Association Nationale des Porteurs français de Valeurs mobilières est intervenue auprès du Gouvernement pour obtenir des Etats Etrangers une prolongation des délais de prescription. Des résultats favorables ont été acquis et plusieurs pays ont promis de ne pas opposer la prescription aux porteurs français de titres, placés par les circonstances de guerre dans l'impossibilité de présenter en temps opportun leurs coupons. Citons l'Etat de Pernambuco, le Vénézuéla, l'Egypte, la Suisse, la République Argentine et l'Espagne, dont le gouvernement a déposé le 4 mai 1920 un projet de loi en ce sens.

Il serait désireux qu'intervienne sur ce point une conférence internationale qui aboutisse à l'unification des dispositions en faveur de la protection des porteurs de Valeurs mobilières, victimes de la guerre et si dignes d'intérêt. Malgré tout, les diverses mesures énumérées ci-dessus ont pu sauvegarder en grande partie les droits des propriétaires de titres et leur permettre de toucher le montant des coupons arriérés. Ainsi, la perte de cette catégorie de leurs revenus pourra être réparée et compensée par une augmentation du chiffre qui sera constaté pour les années à venir.

II

L'ouverture des hostilités amena aussi de profonds bouleversements dans les relations économiques et financières de divers pays. Les transactions devinrent très malaisées et les porteurs de titres de pays mêmes neutres, comme l'Amérique, eurent au début de la guerre de sérieuses difficultés pour faire encaisser leurs

coupons, beaucoup de chèques, dividendes n'étant pas acceptés par les Banques.

A plus forte raison un fossé profond se creusa entre les deux groupes de belligérants et, d'ailleurs, dans chaque pays, des dispositions législatives interdirent tout commerce avec l'ennemi sous les sanctions les plus rigoureuses. Aucun paiement de coupons, ni remboursement de capital ne fut effectué par un pays sur ses titres nationaux, détenus par les ressortissants d'un autre pays avec lequel il était en guerre. Les porteurs de cette catégorie, — et on sait qu'ils sont nombreux en France ceux dont le portefeuille contient une proportion notable de titres étrangers, — souffrirent cruellement de cette situation qui réduisait, et pour certains, supprimait une des principales sources de leurs revenus. Cette suspension de paiement des coupons fut la principale cause de la diminution constatée plus haut dans le chiffre du revenu des fonds d'Etats Etrangers et valeurs étrangères non abonnées depuis 1914.

Pour mesurer l'importance de cette diminution, déterminons d'abord le montant des capitaux français placés dans les quatre pays anciennement nos ennemis : Allemagne, Autriche-Hongrie, Turquie et Bulgarie, soit en fonds d'Etat, soit en actions ou en obligations de Sociétés Privées.

En ce qui concerne les titres *allemands*, notre portefeuille n'en contenait pas une grande quantité. Un conflit toujours possible entre la France et l'Allemagne et qui, à plusieurs reprises, avait failli se produire, conseillait la prudence aux capitalistes de chez nous, et les éloignait de cette catégorie de placements. Malgré diverses tentatives renouvelées, nos voisins d'outre-Rhin n'avaient pu faire coter leurs fonds d'Etat sur notre marché de Paris. Néanmoins, une petite quantité de rente allemande était entre des mains françaises avec quelques fonds des états particuliers. La part de valeurs industrielles et minières détenues par nos nationaux était plus importante ; parmi celles-là, citons particulièrement les actions Harpener et Gelsenkirchen. Mais l'ensemble des intérêts de cette nature que nous possédons en Allemagne ne doit pas dépasser quelques centaines de millions, d'après l'évaluation du rapport de M. Louis Dubois.

En *Autriche-Hongrie*, la part des capitaux français fut plus considérable. On l'évalue à plus de 3 milliards. Outre des fonds d'Etats de l'ancienne double monarchie, nous avions en portefeuille une quantité sensible d'obligations de chemins de fer, parmi lesquelles il faut signaler les « Chemins de fer Lombards » qui, déjà avant la guerre, avaient donné lieu, par leur situation difficile, à des conventions et réglemens.

La *Turquie*, elle aussi, a eu recours dans une très large mesure à l'Epargne Française, pour couvrir les dépenses de guerres dans lesquelles elle s'est trouvée engagée ou pour se procurer les fonds nécessaires au développement de ses services publics. Certes, bien d'autres puissances, l'Allemagne surtout, étaient fortement intéressées dans l'Empire Ottoman, mais notre pays fut celui dont l'appui financier a été le plus continu et le plus important.

L'organisation financière de la Turquie a suivi les péripéties de son organisation politique et a dû se prêter à des contrôles multiples qui relevèrent son crédit, en donnant à ses créanciers des garanties effectives. Dans ce but, avait été conclu en 1881 l'important accord connu sous le nom de décret de Mouhareme qui réalisait l'unification des Emprunts antérieurs et qui surtout donnait à l'Administration de la Dette Publique Ottomane la gestion des revenus concédés en garantie du service de cete dette. La direction de cette Administration était confiée à un Conseil où la France avait un représentant, à qui la présidence annuelle était dévolue alternativement avec le représentant des porteurs anglais. Divers décrets postérieurs continuèrent cette organisation des finances ottomanes et ajoutèrent de nouvelles garanties pour les porteurs de titres turcs. Ces derniers offrirent ainsi une telle sécurité qu'ils devinrent bien vite des titres d'épargne répandus jusque dans les plus petits portefeuilles.

Le montant des capitaux français engagés en Turquie, à la veille de la guerre s'élevait à 3 milliards 285.273.000 frs, sur lesquels les emprunts du gouvernement comptaient en nominal, à la même date, pour plus de 1.700 millions. De 1903 à 1914, la France souscrivit à 6 emprunts sur 12 et les fonds français représentaient 60 % du capital de la dette. On sait la grande place du groupe Ot-

toman à la Bourse de Paris. A la veille de la guerre, en Juillet 1914, on émettait encore sur notre marché 500 millions de fonds turcs qui devaient constituer la première partie de l'emprunt de 800 millions, opération qui souleva d'ailleurs d'assez vives protestations.

La participation des capitaux français aux entreprises industrielles et financières, qui ont été les agents du développement de la Turquie, n'a pas été moins importante que leur participation aux emprunts ottomans, comme on peut en juger par le tableau ci-après :

France	902.893.000fr.	53.55 %
Angleterre	230.458.675	13.66 %
Allemagne	552.653.000	32.77 %

Le concours des capitaux français pour la construction des chemins de fer turcs s'élevait à : 556.188.000 frs. Le réseau français comprend les lignes suivantes :

Smyrne-Cassaba — Damas-Hamah — Jonction Constantinople-Salonique — Jaffa-Jérusalem — Tramways Libanais — Réseau Mer Noire — Moudania-Brousse. (1).

Les capitaux français sont également investis dans des :

Exploitations minières (Heraclee-Balia-Karaï-din Cassandra)	42.712.000
Entreprises de Quais et Ports (Constantinople-Smyrne-Beyr.)	55.375.000
Entreprises de Services Municipaux (Gaz de Beyrouth) Tram. Damas)	60.000.000

Parmi les Etablissements financiers, dont nous avons été les commanditaires, il convient de citer plus particulièrement la Banque Impériale Ottomane, qui a été fondée en 1863, par un groupe franco-anglais, mais dont la majeure partie du capital est détenu par des actionnaires français.

En *Bulgarie* enfin, quelques centaines de millions de capitaux

(1) Annuaire de l'Association Nationale des Porteurs français de Valeurs Mobilières, 1915-1920, pages 142 et 143.

français ont été placés, une bonne partie en fonds d'Etat. Nous savons de quelle façon ce pays a remercié nos épargnants de lui avoir fait confiance et de lui avoir prêté leur concours financier, et combien il fut reconnaissant à nos ingénieurs d'avoir donné leur appui à son essor industriel.

Voilà donc près d'une dizaine de milliards environ de valeurs d'Etat ou de Sociétés Privées, émanant de pays qui furent nos ennemis, qui n'ont servi aucun intérêt à leurs porteurs français pendant les hostilités et jusqu'à ces derniers temps. De ce fait, le revenu que nous tirons de nos valeurs mobilières étrangères s'en est trouvé réduit, ainsi que nous le verrons, de plusieurs centaines de millions de francs par an. Mais, grâce aux nombreuses mesures qui ont été prises depuis l'armistice, ce n'est là qu'une diminution temporaire, qui sera compensée dans les années à venir.

En effet, divers règlements nationaux d'abord, pris dans le but de sauvegarder les droits des nombreux porteurs de ces titres, et les traités passés ensuite avec les quatre nations ex-ennemies se sont occupés de l'importante question du paiement des coupons arriérés de valeurs dont le service des intérêts avait été suspendu pendant la guerre.

Pour lui permettre d'inventorier les capitaux placés dans ces pays par ses nationaux et de faire valoir leurs droits, le Gouvernement français a, par un décret en date du 2 juillet 1917, institué la déclaration obligatoire des biens et intérêts privés en pays ennemis et occupés. Il a également étroitement réglementé la négociation des titres volés dans les régions envahies. Comme nous avons dit plus haut, il a prévu dans les clauses de l'armistice, la restitution immédiate des valeurs dont nos ennemis s'étaient emparés pendant l'occupation. Enfin, et surtout, il a inscrit dans le texte des divers traités de paix passés avec les quatre pays précités, l'obligation pour eux du paiement des coupons arriérés des valeurs mobilières, et a organisé dans ses grandes lignes la procédure de cette opération, en laissant les détails d'application à des accords ultérieurs et à des organisations spéciales.

En ce qui concerne l'Allemagne, ces prescriptions sont contenues dans la section 3, relative aux dettes, de la partie X « Clauses

Economiques » du Traité de Versailles, en date du 28 juin 1919.

La matière est réglementée par l'article 296 ainsi conçu :

« Seront réglés par l'intermédiaire des Offices de Vérification, « qui seront constitués par chacune des Hautes Parties contrac-
« tantes dans un délai de trois mois, à date de la notification pré-
« vue à l'alinéa E. ci-après, les catégories suivantes d'obligations
« pécuniaires :

.....
« Les intérêts échus avant et pendant la guerre et dues aux res-
« sortissants d'une des Puissances contractantes, provenant des
« valeurs émises par une Puissance adverse, pourvu que le paie-
« ment de ces intérêts aux ressortissants de cette Puissance ou
« aux neutres n'ait pas été suspendu pendant la guerre.

« Les capitaux remboursables avant et pendant la guerre,
« payables aux ressortissants d'une des Puissances contractantes,
« représentant des valeurs émises par une puissance adverse,
« pourvu que le paiement de ce capital aux ressortissants de cette
« puissance ou aux neutres n'ait pas été suspendu pendant la
« guerre... »

Ainsi le traité a reconnu formellement aux actionnaires fran-
çais de Sociétés allemandes le droit de recouvrer en marks, valori-
sés au cours du change d'avant-guerre, le montant des dividendes
répartis par ces sociétés pendant la durée des hostilités, et de même,
pour les porteurs d'obligations et de fonds d'Etat, en ce qui con-
cerne les coupons qu'ils n'ont pas touchés pendant la même période.

Les intéressés ont été invités à faire valoir leurs créances par
l'entremise des offices de Vérification et de Compensation, dont
la création est déterminée par l'annexe de cette section 3. Une loi
du 11 Mars 1920, confie chez nous le rôle incombant à l'Office de
Vérification et de Compensation à l'Office des biens et intérêts
privés, institué auprès du Ministère des Affaires Etrangères et
qui a succédé le 30 décembre 1919 à trois organismes constitués
au cours de la guerre : Commission de Réclamations, Office des
biens et intérêts en pays ennemis et Office des Biens et Intérêts
Privés en Russie et en Roumanie. Des formalités préliminaires
à l'encaissement des coupons ont été indiquées aux porteurs, qui

avaient à faire une déclaration accompagnant le dépôt des titres et coupons à recouvrer. L'opération est actuellement en cours et des répartitions s'effectuent au fur et à mesure de la rentrée des ressources dont dispose l'Office et qui sont prévues par le dit art. 296.

Certes, d'autres préjudices qui n'ont pas été prévus expressément par le Traité de Paix, résultent pour les porteurs du fait d'augmentation de capital et de souscription auxquelles ils n'ont pu participer. Une requête a été présentée en ce sens au Tribunal arbitral franco-allemand par l'Association Nationale des Porteurs français de valeurs mobilières qui, d'ailleurs, a constitué le 15 janvier 1920, une « Commission Générale pour la défense des Porteurs Français de Valeurs mobilières Allemandes, Autrichiennes, Hongroises et Bulgares. »

Signalons, d'autre part, pour compléter ces mesures, dans la section 5 du Traité, l'article 300 qui édicte la suspension de tous délais de prescription pendant la durée de la guerre. Cette disposition a trait aux délais de prescription de coupons, d'intérêts ou de dividendes et de présentation en vue du remboursement des valeurs sorties aux tirages ou remboursables à tout autre titre.

On a appliqué les mêmes principes en ce qui concerne les dettes des trois autres pays ex-ennemis. Pour l'Autriche-Hongrie, pour laquelle la répartition de la dette entre les nouveaux états issus de la dissolution de la monarchie danubienne était délicate, le Traité de Versailles stipule dans sa partie IX, relative aux finances :

« Les états auxquels seront transférés des territoires autrichiens et ceux qui seront formés par le démembrement de l'Autriche, y compris la République de l'Autriche elle-même, devront assurer leur part de la dette autrichienne d'avant guerre, dette gagée par les revenus des chemins de fer, des mines de sel et autres propriétés. La part des dettes attribuée à chacun de ces états sera fixée par les soins de la Commission des Réparations.

« Les règlements financiers concernant les Banques, Compagnies d'Assurances, Caisses d'Epargne, Caisses d'Epargne Postales, Etablissements de Crédit Foncier, Sociétés de Prêts Hypothécaires, etc... de l'ancienne Monarchie, règlements rendus nécessaires par le démembrement de l'Etat Austro-Hongrois,

« seront effectués par ententes entre les Gouvernements intéressés.
« Si un accord est impossible, la Commission des Réparations
« nommera un ou plusieurs arbitres dont la décision sera sans
« appel. »

L'article 248 du Traité de Saint-Germain, signé avec l'Autriche, le 10 septembre 1919, a apporté la même solution que ci-dessus en ce qui concerne les intérêts des valeurs autrichiennes appartenant à des Français. Les principes généraux énoncés ont été appliqués par des conventions ultérieures, comme celle conclue le 3 août 1920. Il en a été de même relativement à la Hongrie, dans le Traité de Trianon, passé avec ce pays, le 4 juin 1920, et dans la convention du 31 janvier 1921. Ces conventions autorisent des arrangements directs entre créanciers français et débiteurs Austro-Hongrois, et le système substitué est le suivant : Liberté de règlements directs laissant aux intéressés la plus large initiative et, en cas d'impossibilité d'accord, amiable intervention des Offices.

En exécution de l'alinéa 8 de l'annexe à l'article 203 du Traité de St Germain et de l'annexe à l'article 186 du Traité de Trianon, on a procédé à l'estampillage des titres de la Dette Publique d'avant guerre autrichienne et hongroise non gagée.

Le Traité de Sévres qui a été signé avec la Turquie, mais non encore ratifié par elle, contient les mêmes mesures de protection pour l'Epargne Française placée dans l'Empire Ottoman. Déjà le 21 mars 1919, s'était constituée sous les auspices de l'Association Nationale des Porteurs Français de valeurs mobilières, une Commission pour la défense des porteurs français d'valeurs et fonds Ottomans. Les vicissitudes de l'Empire Turc et l'incertitude qui pèse encore à l'heure actuelle sur sa situation politique et ses finances et dont la dépréciation monétaire est une manifestation, ont entraîné des difficultés particulières et de sérieux retards dans le règlement des créances appartenant à des ressortissants français.

Le traité de paix a décidé la création en Turquie d'une Commission financière, composée des représentants des trois grandes Puissances alliées (France, Grande-Bretagne, Italie) et investie de tous les attributs de souveraineté financière du Gouvernement

Turc. Mais celle-ci ne fonctionnera que si les Gouvernements des trois États ci-dessus décident, après consultation des porteurs, de la disparition du Conseil d'Administration de la Dette Publique Ottomane qu'elle remplacerait à l'expiration de la période actuelle des fonctions dudit Conseil.

Le Traité de Paix a maintenu en outre les gages des emprunts et réglé la manière dont seraient payées les dettes, soit en livres turques. Y est également prévue la répartition de la dette entre les Etats annexant de territoires turcs, sur lesquels les grandes puissances auront à exercer une tutelle de garantie. Le recouvrement des coupons arriérés, dont le montant depuis 5 ans est évalué à 652 millions (1), afférents aux valeurs ottomanes, se poursuit actuellement au fur et à mesure que des provisions sont constituées. Des résultats ont déjà été acquis en dehors du Traité par le Gouvernement Français, le Conseil d'Administration de la Dette Publique Ottomane et le Syndicat des Etablissements financiers désignés par le décret de Mouhareem. Mais les événements d'Orient de 1922 et le récent échec de la Conférence de Lausanne ont sérieusement compromis l'efficacité de ces mesures et remis bien des choses en question.

En ce qui concerne la Bulgarie, le traité de Neuilly s'inspire des mêmes principes et prévoit, dans son article 176, la création d'Offices de Vérification et de Compensation. Mais, le § 14 de l'Annexe à la Section 4 de la Partie IX traite la question d'arrangements amiables à intervenir pour le règlement des créances des ressortissants français sur ce pays, et notamment pour le paiement des coupons arriérés des titres Bulgares leur appartenant.

Voilà les notions sommaires ayant trait aux mesures qu'ont prévues les divers traités de paix pour la réparation due à nos nationaux, du fait de la suspension de paiement du revenu des valeurs mobilières de ces quatre pays détenues par eux.

Mais, si le « *damnum emergens* » trouve sa réparation, il reste le « *lucrum cessans* » que la guerre a fait subir à notre épar-

(1) « *Moniteur des Intérêts matériels* » du 23 mars 1922.

gne qui, on le sait, plaçait par an 2 ou 3 milliards en valeurs Etrangères, dont une notable partie en titres des quatre pays ex-ennemis, Autriche et Turquie surtout. La diminution de notre Portefeuille Etranger, subie d'autre part, a pour effet de nous priver des moyens nécessaires pour solder notre balance des comptes, qui est devenue si considérablement déficitaire.

III

Les conséquences financières qu'ont entraînées, pour nos nationaux, la révolution Russe et la suspension du paiement des dettes de l'ancien empire des tzars, valent qu'on s'y arrête assez longuement.

Et d'abord quel est le montant des capitaux français placés dans ce pays, soit en fonds d'État, soit dans les emprunts garantis par lui ou sous la forme d'actions et d'obligations d'entreprises privées ? Il est considérable.

La Russie est un pays très riche, possédant d'abondantes ressources naturelles, mais que la pénurie de capitaux nationaux empêche d'exploiter, ce qui est bien fait pour attirer les fonds étrangers. La France devait être la première à profiter de cette situation, car son concours financier était nécessaire pour établir le rapprochement politique des deux nations, qui a abouti à l'alliance Franco-Russe, en 1904. De 1888 à 1913, les capitaux français, encouragés directement par le Gouvernement, se portèrent en grand nombre sur les valeurs de ce pays, en même temps que les Sociétés françaises prenaient des participations directes dans les entreprises russes.

Faisons, avec M. Léon Martin (1) l'inventaire des intérêts français en Russie, inventaire dont les résultats ont été confirmés par les statistiques publiées par l'Office des biens et intérêts privés

(1) Étude sur « La protection des intérêts français en Russie ». Revue politique et parlementaire, 1921. Pages 212 à 236.

en Russie, à la suite de la déclaration et de l'estampillage des titres russes édictés par le décret du 10 septembre 1918.

Il a été émis en France 52 emprunts directs du Gouvernement Russe et garantis par l'État Russe (Inscrits sous 46 rubriques), qui ont été admis à la cote officielle du Marché de Paris. Ils représentaient, au 1^{er} janvier 1917, un capital nominal de 15 milliards 268 millions, dont le revenu annuel en intérêts et amortissement exigeait environ 707 millions de francs (1).

Six emprunts également étaient cotés sur le marché en banque et un emprunt garanti à Lyon. La plupart de ces emprunts ont été émis pour la construction de chemins de fer, et les recettes d'exploitation devaient normalement permettre d'assurer leur service. Mais ces chiffres ne donnent point le montant des titres détenu par nos nationaux, car il faut tenir compte d'une part que la participation française se trouvait inférieure au montant de l'émission dont certaines tranches étaient placées à l'Étranger, et d'autre part, que notre portefeuille comprenait aussi des titres d'emprunts intérieurs ou d'émissions étrangères.

Une indication nous est donnée à ce sujet par le montant des intérêts et amortissements dont le service était effectué pendant la guerre par le Gouvernement français et qui s'établit ainsi :

Avances par le Trésor depuis août 1914 au 31 dé-

cembre 1918 1 .525 .000 .000

Coupons reçus en souscription à l'emprunt 4 %

1918 264 .000 .000

1 .789 .000 .000 (2)

soit une moyenne annuelle de 397 millions de francs et, en tenant compte des coupons non présentés à l'encaissement pendant cette période et afférents à des titres restés en pays envahis, une somme

(1) Annuaire de l'Association Nationale des Porteurs français de valeurs mobilières 1915-1920. Pages 136 et 137.

(2) Annuaire de l'Association Nationale des Porteurs français de Valeurs mobilières 1915-1920. Pages 642.

de 400 millions de francs constituant les intérêts sur titres russes servis aux porteurs français.

D'autre part, les statistiques officielles russes vont nous permettre de compléter ces indications. D'après celles-ci la Dette Publique Russe s'élevait, au 1^{er} janvier 1914, à :

8.824.524.347 roub. p. l. Empr. émis directement par l'État ;
 * 3.803.216.579 roub. p. l. Empr. garantis en circulation
 * soit 823.770.400 pr. obl. Bque Noblesse
 — 1.237.543.881 pr. obl. Bque Paysans
 — 1.741.902.298 pr. obl. chemins de fer

12.627.740.926 roub. ou, en francs, au pair du rouble 2 fr.,66 :
 33.589.790.863.

Les dettes inscrites au Budget Russe de 1913 pour le Service de la Dette était de 424 millions de roubles ou 1.128 millions de francs. Il existait donc en France un tiers environ des titres d'emprunts directs de l'État Russe ou garantis par lui, soit 11 milliards.

Les statistiques publiées par l'Office des biens et intérêts privés, à la suite des déclarations reçues en exécution du décret du 10 septembre 1918, donnaient les chiffres suivants arrêtés au 31 janvier 1921 :

Titres cotés à Paris

Fonds d'État et emprunts de Banques Foncières .	6.932.003.400
Emprunts Chem. de fer émis ou garantis par l'État	
Russe	1.899.271.250
	8.831.274.650
Emprunts non cotés en France	750.000.000
(1)	9.581.274.650

(1) Annuaire de l'Association Nationale des Porteurs français de Valeurs mobilières, 1915-1920, page 136.

Si l'on tient compte qu'une certaine quantité de titres de cette nature n'a pas été déclarée en temps utile, on arrive aisément à notre chiffre de 11 milliards indiqué plus haut.

Les titres d'Emprunts Municipaux émis soit en France, soit en Russie et appartenant à des porteurs français s'élèvent, d'après les mêmes statistiques publiées par l'Office, à 518.300.500 fr. (1).

Le capital français a également pris de très larges participations dans les entreprises russes, sociétés industrielles et banques, dont la gestion, pour un certain nombre, appartenait à nos nationaux.

D'après M. Léon Martin (2), les fonds investis se répartissaient ainsi :

a) Dans les Sociétés non françaises exploitant en Russie 1.055.000.000 env.
dont 190 millions dans les Sociétés anglaises,

Belges, Suédoises et Suisses

— 865 millions dans les Sociétés russes

b) Dans les Sociétés françaises exploitant en Russie 620.000.000

1.675.000.000

Récapitulons :

1^o Fonds d'États et titres garantis par l'État Russe 11.000.000.000 env.

2^o Emprunts des Villes 518.300.000 —

3^o Entreprises privées 1.675.000.000 —

13.193.300.000

soit donc au minimum un total de plus de 13 milliards de fonds

(1) Annuaire de l'Association des Porteurs de Valeurs mobilières 1915 1920, page 136.

(2) Opere citato.

français placés en Russie et en péril, par suite de l'instauration du régime bolcheviste.

Celui-ci, dès son avènement au pouvoir, prit un ensemble de mesures pour annuler toutes dettes vis-à-vis des pays étrangers « capitalistes ». Un décret du 15/28 décembre 1917 nationalisa les banques et liquida leurs capitaux. Un autre décret du 26 janvier - 8 février 1918 annula leurs actions. Un décret du 8/21 janvier 1918 annula les dettes de l'État. Enfin, un décret du 28 juin 1918 institua la nationalisation de toutes les usines, avec ses conséquences spoliatrices. Toutes ces mesures soulevèrent à ce moment une protestation du corps diplomatique.

On voit l'importance du problème russe, qui intéresse près de 1 million 800.000 porteurs de cette catégorie de titres, et on devine aisément qu'il ait fait l'objet de diverses mesures de la part du Gouvernement français, qui a, dans plusieurs conférences et dernièrement à Gênes et à La Haye, fait valoir les légitimes revendications de ses nationaux.

Dès les premiers gestes des bolcheviks, on a pris en France des dispositions de sauvegarde et de protection. Le décret du 10 septembre 1918 a prescrit la déclaration et l'estampillage des titres russes, dont nous connaissons les résultats. Déjà, le 5 août 1918, avait été constituée, toujours sous les auspices de l'Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs Mobilières, une Commission Générale de protection des intérêts français en Russie, qui s'est divisée en deux Comités.

Le Gouvernement français, qui avait assuré le service des Emprunts russes, pendant la guerre, le continua jusqu'au 31 mars 1918, après quoi il se refusa à grever le budget pour une période indéterminée de sommes considérables. La loi du 19 septembre 1918, relative à l'émission du 2^e emprunt 4 %, a admis jusqu'à la moitié maximum de chaque souscription les arrérages pour l'année 1918 des fonds d'États émis ou garantis par la Russie. 263 millions 700.000 fr. de coupons de cette nature furent ainsi versés à l'emprunt.

Pour les porteurs mobilisés ou retenus dans les régions envahies, qui n'avaient pu bénéficier de ces avantages, une loi du

25 juillet 1919 a accordé la faculté de souscrire dans les mêmes conditions aux obligations de la Défense Nationale.

Depuis cette date, aucune mesure n'a été prise et ne sera prise en faveur de ces porteurs, tant que les soviets maintiendront leurs prétentions, bien qu'ils aient manifesté à plusieurs reprises, le désir de respecter les engagements antérieurs. Mais aucune proposition sincère et sérieuse n'a encore été faite par eux, et l'on en est toujours aux espérances. La question a fait l'objet des conférences de La Haye et de Gênes, mais ni l'une ni l'autre n'ont avancé d'une heure la date de reprise de paiement des intérêts sur les titres russes.

IV

Outre la Russie, il y a bien des États, anciens alliés ou neutres, qui ont souffert de la guerre et qui se sont trouvés dans une impossibilité partielle ou totale de faire face à leurs engagements, ainsi que de nombreuses sociétés originaires de ces pays. Signalons le Brésil dont la situation financière était déjà obérée en 1914 et qui dut recourir au procédé d'ajournement du paiement des intérêts de ses emprunts pendant une certaine période et de consolidation (funding) de ces intérêts en nouveaux titres ; la Chine qui n'a pas assuré avec régularité le service de ses emprunts pendant la guerre, la République d'Haïti, le Pérou, le Mexique (les capitaux français placés dans ce pays s'élevaient, en 1914, à 1.117.571.050 fr. (1), et surtout la Roumanie.

L'occupation de la plus grande partie de ce dernier pays par les armées des puissances centrales, en 1916, a placé l'État roumain dans l'impossibilité de faire face, par ses propres ressources, au service de la dette. Grâce aux avances du Gouvernement français, les porteurs ont pu encaisser régulièrement leurs coupons jusqu'à

(1) Annuaire de l'Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs mobilières 1915-1920, page 107.

l'échéance du 31 mars 1918. A cette date, ces avances, de même que celles qui avaient pour objet le paiement des coupons des fonds d'États russes, ont été suspendues et le service des emprunts roumains est resté de ce fait en souffrance.

Des mesures ont été prises par le Gouvernement français par le décret du 10 septembre 1918, relatif à la déclaration et à l'estampillage des valeurs russes et aux prescriptions duquel furent soumis les porteurs français de valeurs roumaines. D'autre part, en 1919, eut lieu l'estampillage roumain des titres de sociétés à participations possédées par des ressortissants des puissances centrales. Les valeurs roumaines entrées dans le portefeuille français se décomposaient ainsi :

Fonds d'État émis en France : 1.462.708.000 fr., dont 330.954.500 fr. avaient été amortis et remboursés au 1^{er} janvier 1917 ;

Obligations de chemins de fer : 6.000.000 (1).

A ces chiffres il faut ajouter une certaine quantité de titres de Sociétés Privées.

Signalons encore un grand nombre de valeurs mobilières émanant particulièrement d'entreprises de l'Amérique du Sud, de ports et de Sociétés diverses et ayant suspendu le service de leurs intérêts.

En définitive, voici, à titre d'indication, quel était, au 1^{er} janvier 1920, le montant des coupons arriérés afférents à des fonds d'État, actions et obligations étrangères, inscrites à la Bourse de Paris, et qui constituent une énorme créance, inutilisable certes pour le moment, de la France sur les Pays Étrangers :

(1) Annuaire de l'Association Nationale des Porteurs français de Valeurs mobilières, 1915-1920, page 119.

Obligations inscrites	Totaux.
1 ^o Cote officielle. — 1 ^{re} partie.	
Fonds d'État étrangers ..	2.033.269.381.10 2.542.855.221.10
Valeurs Étrangères	509.585.840
2 ^o Cote officielle. — 2 ^e partie.	
Fonds d'État étrangers ..	192.983.370. — 192.983.370.
3 ^o Cote du Syndicat des banquiers	
Fonds d'État étrangers ..	499.058.908.10
Valeurs étrangères	256.349.991.50 755.408.899.60
4 ^o Marché hors cote	
Fonds d'État étrangers ..	95.747.975.
Valeurs étrangères	106.639.942.50 202.387.917.50
Total	3.693.635.408.20
Service en intérêts et amortissement de la dette russe :	
Avances par le Trésor depuis août 1914 au 31 déc.	
1918	1.525.000.000.
Coupons reçus en souscriptions à l'Emprunt 4 %	
1918	264.000.000.
Total général :	(1) 5.482.635.408.20

C'est donc, en valeur nominale et tous calculs étant faits au pair, une somme de près de 5 milliards $\frac{1}{2}$ dont le portefeuille français a été privé et qui a diminué d'autant le revenu des valeurs mobilières de cette catégorie, surtout depuis 1914.

SECTION IV

Retour de l'Alsace-Lorraine à la France

La partie III (Clauses politiques européennes), section V du

(1) Annuaire de l'Association Nationale des Porteurs français de Valeurs mobilières, 1915-1920, page 642.

Traité de Versailles, porte réintégration de l'Alsace-Lorraine dans le territoire français en ces termes :

« Les Hautes-Parties contractantes ayant reconnu l'obligation morale de réparer le tort fait par l'Allemagne en 1871, tant au droit de la France qu'à la volonté des populations de l'Alsace et de la Lorraine, séparées de leur Patrie, malgré la protestation solennelle de leurs représentants à l'Assemblée de Bordeaux, Sont d'accord sur les articles suivants :

« ARTICLE 51. — Les territoires cédés à l'Allemagne, en vertu des préliminaires de paix, signés à Versailles le 26 février 1871, et du Traité de Francfort du 10 mai 1871, sont réintégrés dans la souveraineté française, à dater de l'armistice du 11 novembre 1918 ». Les dispositions des traités portant délimitation de la frontière avant 1871 seront remises en vigueur ».

Le sort de l'ancienne terre d'empire était donc définitivement réglé et, après 48 ans de séparation, l'Alsace-Lorraine reprenait sa place dans la patrie française.

Les deux provinces, d'une superficie de 1 million 452.120 hectares nous apportent une population qui s'élevait, d'après le dernier recensement du 6 mars 1921, à 1.695.100 habitants, ainsi répartis :

Bas-Rhin	645.800
Haut-Rhin	465.300
Moselle	584.000

1.695.100

compensant ainsi la perte de nos 1.500.000 morts de la guerre.

C'est une place immense qu'elles tiennent dans la France reconstituée et une magnifique contribution qu'elles nous ont apporté au point de vue tant agricole que commercial et industriel. Donnons-en un aperçu sommaire.

L'agriculture d'abord est prépondérante dans nos trois nouveaux départements, puisque la superficie cultivée en 1920 était de 928.919 hectares, soit 63.87 % de la superficie totale, donnant 10.979.1 (milliers quinaux métriques) de produits agricoles, au

premier rang desquels citons les céréales, les pommes de terre et le vin.

Mais c'est surtout l'industrie et le commerce qui constituent la richesse de l'Alsace-Lorraine. La production métallurgique, favorisée par la fécondité du sous-sol, a atteint un très grand développement et augmenté la nôtre dans des proportions considérables. On évalue que, pour la fonte, la puissance de la production nationale est passée de 5.200.000 tonnes à 10 ou 11 millions de tonnes, et de 4.800.000 tonnes à 10.400.000, pour l'acier.

En 1921, la production lorraine comparée à celle de la France était la suivante :

	Production totale de la France	Production de l'Alsace-Lorraine	Rapport de la 2 ^e à la 1 ^{re}
Fonte	3.416.953	1.447.296	42.4 %
Acier	3.102.170	1.156.129	37.26 %
Demi-produits ...	1.775.123	637.117	35.84 %
Produits finis ...	2.188.714	814.774	37.22 % (1)

Le sous-sol de l'Alsace-Lorraine comporte un domaine minier d'une grande richesse allié à la non moins grande diversité des produits. Rien que pour nos mines de fer, nos 20.000.000 de tonnes d'avant guerre seraient portées à 40 millions. Le bassin minier de la Lorraine (Metz-Thionville) a donné 7.867.000 tonnes d'extraction en 1921 (2). Pour la houille, la production du bassin de la Moselle a atteint, en 1921, 3.608.973 tonnes représentant un peu moins du 1/8^e de l'extraction totale française (3). Ajoutons, pour la même année, 884.139 tonnes de sel de potasse, fourni en grande

(1) Annuaire des Sociétés par actions en Alsace-Lorraine, Luxembourg et Sarre, publié par la Société Générale Alsacienne de Banque à Strasbourg, 1922, page 172.

(2) Annuaire des Sociétés par actions en Alsace-Lorraine, Luxembourg et Sarre, publié par la Société générale Alsacienne de Banque à Strasbourg, 1922, page 195.

(3) Annuaire des Sociétés par actions en Alsace-Lorraine, Luxembourg et Sarre, publié par la Société générale Alsacienne de Banque à Strasbourg, 1922, page 201.

partie par l'important groupe d'exploitation de Kali-Sainte-Thérèse (1), les gisements pétrolifères, dont la fameuse mise de Pechelbronn, qui ont fourni une extraction de : 55.575 tonnes en 1921, pour une production de 50.761 tonnes de produits commerciaux préparés (2).

Parmi les industries alsaciennes, il faut signaler la plus importante, celle des textiles. Voici quel était avant la guerre le tableau comparatif des broches et métiers existant en Alsace-Lorraine ainsi que dans les autres départements :

Industries	Als.-Lorraine	Aut. départ ^{ts}	Part Als-Lor
Filatures de coton			
(nombre de broches)	1.900.000	7.200.000	27 %
Tissages de coton			
(nombre de métiers)	46.000	150.000	30 %
Filatures de Laine			
(nombre de broches)	568.000	2.500.000	23 %
Tissages de laine			
(nombre de métiers)	10.000	46.000	23 % (3)

L'industrie du jute et de la soie mérite aussi d'être signalée.

Il n'est point étonnant que l'exploitation et la mise en œuvre de tant de richesses naturelles aient suscité de nombreuses et importantes entreprises, sous la forme de Sociétés par actions. On en comptait, au 31 décembre 1920, 257 dont 82 grandes sociétés textiles, 15 d'alimentation, 23 d'ateliers de construction, 19 de brasseries, 13 d'électricité et de gaz, 8 d'hôtellerie, 16 d'imprimerie

(1) Annuaire des Sociétés par actions en Alsace-Lorraine, Luxembourg et Sarre, publié par la Société générale Alsacienne de Banque à Strasbourg, 1922, page 231.

(2) Annuaire des Sociétés par actions en Alsace-Lorraine, Luxembourg et Sarre, publié par la Société générale Alsacienne de Banque à Strasbourg, 1922, pages 219 et 220.

(3) Annuaire des Sociétés par actions en Alsace-Lorraine, Luxembourg et Sarre, publié par la Société générale Alsacienne de Banque à Strasbourg, 1922, page 258.

et papeterie, 12 de matériel de construction, 15 de métallurgie, 17 de mines diverses et 13 de salines, soudes et produits chimiques.

Il y a également des Sociétés de transports, et en premier lieu les chemins de fer d'Alsace-Lorraine, de voies fluviales, de canaux et de ports, dont le rôle est intimement lié au développement économique d'une région industrielle comme celle-ci.

Enfin, comme dispensateur de crédit entre les diverses branches d'entreprises, il y a les banques dont l'utilité est naturellement considérable. Voici quel est le capital-actions des principales :

	Millions de francs.
Comptoir d'Escompte de Mulhouse	45
Banque de Mulhouse	36
Banque d'Alsace-Lorraine	30
Société Générale Alsacienne	25
Banques diverses	40
	176

avec 800 à 900 millions de Mks de dépôts (1).

Tous les titres correspondants à ces diverses entreprises dont ils forment le capital actions et obligations, sont en grande partie entre les mains des indigènes et même de leurs propriétaires, les capitaux investis provenant presque uniquement du pays même et les actions, précieusement conservées dans les portefeuilles locaux, n'étant l'objet que de transactions réduites. On estime à $\frac{1}{2}$ milliard le montant des capitaux engagés dans les affaires textiles (2).

Tous ces capitaux sont venus s'ajouter à la fortune mobilière

(1) Annuaire des Sociétés par actions en Alsace-Lorraine, Luxembourg et Sarre publié par la Société générale Alsacienne de Banque à Strasbourg, 1922, (page 258).

(2) *Revue Politique et Parlementaire*, 1921, page 38.

de la France et augmenter le chiffre des intérêts annuels qu'elle tire de cette nature de richesse.

Il est encore des titres provenant de la dette spéciale d'Alsace-Lorraine et des dettes locales, départements et communes. La première comptait en circulation, au 1^{er} avril 1922, 2.208.870 francs de rente 3 % perpétuelle (1.767.096 mk. valorisés à 1 fr. 25) (1).

Le montant de la dette flottante s'élevait, au 1^{er} Février 1920, à 348.807.125. mk., sous la forme de bons du Trésor.

Quant aux dettes locales, les emprunts départementaux exigeaient en 1919 un chiffre d'arrérages annuels à payer de :

230.263 frs pour l'Alsace.

179.995 frs pour la Lorraine.

La dette communale s'élevait à 115.639.602 mk. en capital au 31 Décembre 1918 (2). 40 villes ont fait appel au crédit et certaines comme Colmar, Guebwiller, Metz, Mulhouse, Munster et Strasbourg ont émis plusieurs emprunts successifs.

Considérons qu'en vertu des dispositions des articles 55 (partie 3) et 255 (partie 9) du Traité de Versailles, la France n'a à payer aucune somme au titre de la dette publique concernant l'Alsace-Lorraine, dont le service reste assuré par l'Allemagne.

Les Alsaciens-Lorrains détiennent aussi, outre des valeurs locales et régionales, des titres français et des titres étrangers, en particulier allemands.

Signalons, en ce qui concerne la Sarre, que le traité de paix nous a donné la propriété des mines de charbons situées dans le bassin de la Sarre : 60 % du capital des usines étaient, à l'armistice, passés entre des mains françaises.

Quelles sont maintenant les sommes que l'Alsace-Lorraine tire annuellement de ses valeurs mobilières, sous la forme d'arré-

(1) Annuaire des sociétés par actions en Alsace-Lorraine, Luxembourg et Sarre, publié par la Société Générale Alsacienne de Banque à Strasbourg - 1922 - page 258.

(2) Revue politique et parlementaire - 1921 - page 36 à 50.

rages de rentes, de dividendes d'actions et d'intérêts d'obligations, et qui s'ajoutent au revenu du portefeuille français? Il est bien difficile d'en connaître le montant exact. Nous n'avons qu'un seul indice sur lequel nous baser, celui résultant du produit fiscal de la taxe sur le revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères pour nos trois nouveaux départements, où la législation française en cette matière n'a été rendue applicable qu'à compter du 1^{er} avril 1920 (Décret du 12 mars 1920).

Ce produit s'est élevé aux chiffres suivants pour les Exercices 1920 et 1921 (1^{er} avril 1920 au 30 mars 1921 et 1^{er} avril 1921 au 30 mars 1922)

	1920	1921
Haut-Rhin	4 .081 .731 .78	7 .712 .626 .25
Bas-Rhin	4 .791 .807 .90	9 .200 .793 .94
Moselle	1 .634 .960 .65	2 .224 .606 .61
	10 .508 .500 .33	19 .138 .026 .80

soit : 10.500.000 francs et 19.100.000 francs en chiffres ronds (1).

Le taux d'impôt en vigueur est de 10 % pour les valeurs françaises et étrangères abonnées et de 12 % pour les fonds d'Etats étrangers et valeurs étrangères non abonnées. Mais malheureusement il est impossible d'établir la distinction entre ces deux catégories de valeurs, étant donné que la comptabilité ne permet pas cette discrimination.

Appliquons au produit de l'impôt le taux de 10 %, ce qui fait ressortir le montant des valeurs imposées à 105 millions et à 191 millions que, pour tenir compte dans une certaine mesure des 2 % supplémentaires applicables aux valeurs étrangères, nous majorons à 120 millions pour 1920 et 210 millions pour 1921 pour avoir approximativement le revenu des valeurs mobilières de l'Alsace-

(1) Chiffres communiqués par le Commissariat Général de la République à Strasbourg. Direction générale des Finances d'Alsace-Lorraine.

Lorraine. Ce sont ces chiffres que nous avons ajoutés en bloc au tableau d'ensemble de cette source de revenus, pour la France, le premier, fin 1919 et 1920 et le second pour 1921 en négligeant la période du 11 Novembre — 31 décembre 1918, où les porteurs n'ont pu, en partie, encaisser leurs revenus dans ces deux provinces, par suite des perturbations conséquentes à l'armistice.

Il est, en effet, nécessaire de tenir compte de ces chiffres dans l'augmentation du revenu des valeurs mobilières, bien que la comparaison avec l'ensemble en soit malaisée, car ils ne portent pas exactement sur les mêmes périodes que celles sur lesquelles ont reposé nos autres calculs et les éléments qui nous ont servi à les constituer sont peu précis.

CHAPITRE V

Le revenu des valeurs mobilières et l'impôt

Une étude du revenu des valeurs mobilières serait bien incomplète si elle n'examinait pas la question des impôts qui viennent réduire ce revenu. Jusqu'ici, nous avons considéré le montant des sommes à répartir à ce titre, tel qu'il figurait dans les bilans des Sociétés ou au budget de l'Etat, mais il n'est pas celui qui a été effectivement perçu par les porteurs de titres de toute nature : fonds d'Etat, obligations et actions. En un mot, à côté du *revenu brut*, tel que nous l'ont déclaré les chiffres ci-dessus, il y a le *revenu net*, seul disponible pour la consommation ou un nouvel emploi en capital. La différence entre les deux est extrêmement sensible, comme on a pu déjà en juger par le produit de la taxe sur cette catégorie de revenus, taxe qui a servi précisément à déterminer le revenu lui-même, et l'on sait que, dès la veille de la guerre, et surtout depuis 1914, le prélèvement effectué à ce titre a été en progressant pour atteindre actuellement des pourcentages très élevés. Un bref historique va nous montrer la marche ascendante de cette taxe et les conséquences qui en résultent pour les titres eux-mêmes.

Pendant longtemps, la terre a été considérée comme la seule forme véritable de la richesse et comme la principale matière imposable. La Constituante demandait à l'impôt foncier les $\frac{4}{5}$ du produit total des contributions directes et la fortune mobilière n'était pas touchée par la loi.

Au cours du 19^{ème} siècle, à plusieurs reprises, au fur et à mesure que se développait cette nouvelle forme de la richesse, on avait fait remarquer qu'elle devait prendre sa part des charges

publiques et qu'il était juste qu'il y eût un impôt sur les valeurs mobilières comme sur la propriété foncière.

Laissant de côté les mesures qui frappent le capital des valeurs bornons-nous à signaler plus spécialement les impôts qui pèsent sur leur revenu, objet de notre étude.

Lorsqu'après la guerre de 1870-1871, il fallut assurer des ressources, nécessaires pour faire face aux dépenses nouvelles, aux charges nouvelles et au paiement des arrérages des emprunts, on pensa aux valeurs mobilières qu'on atteignît, par une taxe modique de 3 %, instituée par la loi du 29 juin 1872.

Cette loi, qui est le texte fondamental en la matière, a été simplement modifiée par diverses lois successives que nous allons énumérer, notamment par la loi du 29 mars 1914 qui a modifié le régime des valeurs étrangères et a fait de la taxe sur le revenu des valeurs mobilières un impôt cédulaire à côté de l'impôt foncier, en attendant qu'elle prit place dans notre système fiscal sur le même pied que les autres impôts cédulaires créés par la loi du 31 juillet 1917. Le taux de 3 % a été porté à 4 % par la loi du 26 décembre 1890, à 5 % par la loi du 30 décembre 1916 et enfin à 10 % par la loi du 25 juin 1920. L'établissement de cet impôt offrait au législateur des difficultés particulières tenant d'une part à la grande mobilité de la matière imposable, et notamment des titres au porteur, et d'autre part à l'existence de valeurs étrangères difficiles à atteindre.

Une distinction est à faire entre les valeurs françaises et les valeurs étrangères. En ce qui concerne les premières, l'impôt atteint les bénéfices de toute nature (dividendes, intérêts, tantièmes, lots, primes de remboursement), distribués par une collectivité quelconque. Le revenu imposable est pour les obligations le revenu fixe stipulé sur le titre ; pour les actions, le dividende fixé par l'Assemblée générale. Pour les commandites et parts d'intérêts, à défaut de délibération annuelle, le revenu est évalué à 5 % du capital de la commandite ou du prix de cession des parts d'intérêts dans l'année précédente. Cet impôt dont le taux a subi la progression signalée plus haut, est à la charge du porteur des titres et est retenu lors du paiement des intérêts

par la collectivité ou société. Celle-ci s'acquitte ensuite en quatre termes trimestriels.

Pour les valeurs étrangères, il faut aussi en distinguer deux sortes : celles des sociétés dites « abonnées » et celles des sociétés « non abonnées » et les fonds d'État étrangers. Par sociétés « abonnées » on entend les sociétés étrangères dont les titres, circulant en France, sont soumis aux mêmes impôts que les valeurs françaises. Ces impôts sont acquittés par la Société qui est tenue d'avoir un représentant en France, un banquier ou une Société de Crédit responsable et agréé par l'Administration et qui les récupère sur les porteurs de titres. Une commission, dite des valeurs mobilières, fixe forfaitairement, tous les trois ans, le nombre de titres de la société considérés comme circulant en France.

Quant aux fonds d'État étrangers, ils étaient, jusqu'à la veille de la guerre, et pour des motifs surtout politiques, exempts de cet impôt, comme les valeurs des Sociétés « non abonnées ». Pendant longtemps, faute de pouvoir les atteindre autrement, on se contentait d'imposer ces titres et fonds d'État à un droit de timbre payé une fois pour toutes lors de leur émission, introduction ou vente sur les marchés français.

La loi du 29 mars 1914 les assujettit à l'impôt sur le revenu de la façon suivante : si l'encaissement des coupons a lieu en France, il doit être retenu par la personne (banquier ou non) qui fait le paiement des coupons. A cet effet, toute personne faisant profession de payer des coupons de valeurs étrangères, est tenue de faire une déclaration, d'avoir des livres spéciaux et de subir une surveillance administrative. Si l'encaissement a lieu à l'Étranger, c'est le propriétaire ou l'usufruitier français qui doit payer l'impôt, soit en apposant sur les titres un timbre mobile annuel, soit en faisant chaque année une déclaration du montant de ses arrérages.

Pour ces deux catégories de valeurs, le taux de cet impôt, fixé originairement à 5 %, a été porté à 6 % par la loi du 30 décembre 1916, et enfin à 12 % par la loi du 25 juin 1920.

Cette taxe supplémentaire a été établie en compensation du droit de transmission auquel elles échappent encore. Naturellement, on a édicté ces diverses dispositions sous des sanctions

pénales très fortes. pour éviter les évasions fiscales qui restent importantes encore cependant.

Pour nous rendre compte du prélèvement ainsi opéré, au titre de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères, voici le produit de cette taxe en regard du montant du revenu imposé, calculé comme plus haut :

Années	Produit de la taxe	Produit des valeurs soumises	%
	en milliers	en millions	
1913	132.048	5.060.000	2.60
1914	153.338	4.661.000	3.28
1915	157.780	3.686.000	4.28
1916	181.430	4.215.000	4.30
1917	242.420	4.623.000	5.24
1918	254.702	4.898.000	5.20
1919	290.245	5.538.000	5.24
1920	567.505	7.317.000	7.75
1921	926.425	9.010.000	10.28

On voit la progression du produit de cette taxe et le pourcentage toujours plus élevé du prélèvement effectué sur le revenu des valeurs mobilières, surtout à partir de 1917 et de 1920, où la taxe a été doublée, et encore son influence ne s'est-elle manifestée que dans le deuxième semestre de cette année, pour donner son maximum en 1921.

On se demande même si les ressources nécessaires à équilibrer le budget, toujours en déficit, ne vont pas être demandées aux valeurs mobilières et ainsi accentuer le lourd fardeau qui pèse déjà sur elles.

Mais actuellement même, là ne se borne pas la charge supportée par cette catégorie de revenus. A côté de la taxe sur le revenu proprement dit, dont nous venons d'expliquer le mécanisme, il y a le droit de transmission. Celui-ci est un droit de mutation d'une nature particulière, qui est établi pour atteindre toutes les cessions de titres, d'actions et d'obligations, alors même qu'elles ne sont pas constatées par des actes soumis à la formalité de l'Enregistrement.

En ce qui concerne son mode d'application et son tarif, cet impôt comporte une distinction. Pour les titres dont le mouvement est susceptible d'être surveillé, comme les titres nominatifs, qui sont l'objet d'un transfert sur les livres de la Société à un nouveau propriétaire ou d'une conversion au porteur, le droit exigible, qui lui aussi a augmenté, est actuellement de 0,90 % pour la première opération et de 2 % pour la seconde, sur la valeur vénale, résultant du cours de la Bourse ou d'une estimation. Remarquons que la conversion d'un titre au porteur en titre nominatif est exempt du droit de transmission.

Mais, pour les titres dont la circulation échappe à toute surveillance, comme les titres au porteur, il est établi une taxe annuelle, actuellement de 0.50 %, (loi du 25 juin 1920), liquidée sur le capital des actions et obligations, d'après leurs cours moyens pendant l'année précédente, et, à défaut de cours, d'après une évaluation fournie par le représentant de la Société ou de l'établissement émetteur. Cette taxe est payée par la Société sur production d'un état indiquant la quantité et la valeur des titres imposables, mais est retenue sur le montant du coupon au moment du paiement, de la même manière que l'impôt sur le revenu qu'il réduit d'autant.

Ce droit affecte bien, en le diminuant, le revenu des valeurs françaises au porteur. Nous avons dit plus haut que les valeurs étrangères non abonnées échappent encore à cette taxe, dont le taux s'est élevé aussi depuis 1914.

Voici d'ailleurs le mouvement des taxes fiscales frappant le revenu des valeurs mobilières depuis 1913 :

<i>Droit de transmission</i>					
	1913	Loi 29 Mars 1914	Loi 4 Avril 1914	Loi 30 Déc. 1916	Loi 25 Juin 1920
Valeurs Françaises au porteur (taxe an- nuelle)	0.25 %	0.30 %	»	»	0.50 %
Valeurs Étrangères abonnées, sauf rentes (taxe annuelle)	0.25 %	0.30 %	»	»	0.50 %

Taxe sur le revenu

	1913	Loi 29 Mars 1914	Loi 4 Avril 1914	Loi 30 Déc. 1916	Loi 25 Juin 1920
Valeurs Françaises et étrangères abonnées	4 %	»		5 %	10 %
Titres d'Emprunt des Colonies Françaises(1)	»	»	4 %	5 %	10 %
Valeurs Étrangères non abonnées et fonds d'État étrang gers	»	5 %	»	6 %	12 %

Taxe sur les lots

8 %	10 %	»	»	20 % (2)
-----	------	---	---	----------

Signalons, en ce qui concerne l'Alsace-Lorraine, qu'un arrêté du 8 septembre 1919 avait institué un régime fiscal provisoire des valeurs mobilières. Cet arrêté a cessé d'être en vigueur depuis le 1^{er} avril 1920, en application d'un décret publié au Journal Officiel du 28 mars 1920 qui a déterminé les conditions d'introduction et d'application dans les provinces désannexées des impôts sur les valeurs mobilières créées ou circulant en Alsace-Lorraine. Maintenant, l'acquittement des impôts de transmission et sur le revenu est réglé par la législation française.

Il est certain que ces taxes, frappant directement le revenu des valeurs mobilières, a contribué à déprécier le cours des titres eux-mêmes et à rendre les émissions plus onéreuses, en même temps qu'elles étaient une cause de l'augmentation du taux de l'intérêt. Le porteur exigeait naturellement un supplément de rémunération

(1) Les titres d'emprunt des colonies françaises sont exempts du droit de transmission.

(2) Extrait de l'annuaire de l'Association Nationale des Porteurs français de Valeurs mobilières, 1915-1920, pages 430 et 431.

de son capital, pour compenser la réduction que l'impôt allait faire subir au montant des coupons à toucher.

Aussi pour obvier à cet inconvénient a-t-il été émis des titres, stipulés exempts de certains ou de tous impôts présents, et même futurs, quant au paiement des coupons, des primes de remboursement et des lots. Il y a deux sortes de ces titres, dont les coupons ne subissent aucune retenue pour impôts : les valeurs de l'État français (rentes, sauf le 3 ½ % amortissable émis en 1914, bons et obligations), en vertu d'un texte de loi dont l'interprétation a été et est encore l'objet de nombreuses discussions, et les obligations et bons de Sociétés industrielles, en vertu du contrat d'émission par lequel celles-ci gardent à leur charge les impôts présents et même futurs.

En ce qui concerne les valeurs du Trésor, nous touchons à la fameuse question de « l'immunité de la rente », dont il est nécessaire de résumer l'historique.

Pour rendre aux Finances françaises et au crédit de l'État toute leur intégrité, la Constituante fit voter, le 27 février 1790, le texte suivant : « Dans aucun cas, et sous aucun prétexte, il ne pourra être fait ni retenue, ni réduction quelconque sur aucune partie de la dette publique ». On visait par là les réductions de quartiers ou le trimestre de rente qu'on supprimait, lorsqu'on n'avait pas de quoi payer, ce qui s'était pratiqué si souvent depuis le XVII^e et jusqu'à la fin du XVIII^e siècle.

Il semble, malgré l'opinion de Mirabeau, que c'est interpréter trop largement cette formule que d'en tirer la défense à tout jamais pour l'État d'imposer sa rente. C'est dans ce sens cependant qu'on l'a entendue, bien qu'on ne puisse la baser sur un texte clair et susceptible de ne prêter à aucun doute.

Mais, la Convention en 1793 n'a pas maintenu ce système et elle a fait payer aux rentes sur l'État la contribution établie sur le revenu foncier, jusqu'à 20 %. En l'an VI, a lieu la grande opération du tiers consolidé, après que le Directoire eut fait faillite pour les deux autres tiers de la dette. En même temps, la loi de Vendémiaire an VI décréta : « le tiers de la dette conservé en inscriptions est déclaré exempt de toute *retenue* présente et future ».

La discussion a roulé par la suite sur ce mot *retenue* pour savoir s'il désignait simplement l'ancienne réduction de quartier ou s'il s'étendait à tout impôt.

C'est dans cette seconde acception que le mot a été pris et c'est ainsi qu'on l'a interprété, au cours du XIX^e siècle. On pourrait citer en ce sens les paroles de M. Thiers en 1833 et en 1873, au moment où s'est posée la question de soumettre la rente à un impôt quant aux transmissions de titres, et de M. Magne, paroles qui ont été confirmées par Gambetta et Léon Say. Chaque fois qu'au Parlement on a parlé des impôts sur les valeurs mobilières, le texte de l'An VI a été opposé aux adversaires de l'immunité de la rente et les discussions politiques, qui s'en sont suivies, ont maintenu cette idée que la rente française était à jamais exempte d'impôts.

Mais, les projets de M. Caillaux en 1909 portaient établissement de l'impôt sur la rente pour les valeurs mobilières et ils étaient votés tels quels par la Chambre en 1913. Seulement, le Sénat a refusé de sanctionner ce vote et l'immunité fiscale de la rente a été maintenue. A l'exception du 3 $\frac{1}{2}$ Amortissable émis en 1914, les emprunts d'État sont exempts de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, et même les lois relatives aux emprunts de guerre l'ont déclaré expressément.

Que faut-il penser du privilège des rentiers ? Au point de vue principe, on met en avant l'engagement solennel pris en l'An VI, et l'État doit avoir le scrupule de tenir ses engagements pour la confiance nationale. Mais, si l'on s'en tient aux principes, on va à l'encontre de celui de l'égalité de tous les citoyens devant l'impôt, règle fondamentale de la Constitution.

Il reste à savoir quelle fut la portée de cet engagement pour les anciennes rentes d'avant guerre et s'il a bien voulu dire ce qu'on lui a fait dire. Pour les autres, la promesse formelle a été faite.

Les arguments en faveur de l'immunité ont plus de valeur au point de vue opportunité. En promettant l'exemption de l'impôt, l'État peut vendre plus cher ses emprunts et offrir à ses prêteurs un taux d'intérêt moindre, ce qui, en même temps, peut rapprocher l'ère des conversions. Il peut aussi s'attirer les capitaux qui lui sont nécessaires sans encourir de charges trop onéreuses. C'est

certainement un avantage nullement négligeable et qui, pendant la guerre, a eu son prix.

A l'heure actuelle, un impôt mis sur les fonds d'État amènerait une forte baisse de ceux-ci et une diminution du crédit public. On vit de 1908 à 1913 une baisse progressive des cours du 3 %, qui a été la conséquence des menaces du parti radical dans son projet d'impôt sur le revenu.

Il ne faut pas exagérer en tout cas l'avantage de cette immunité pour l'État, à qui souvent elle coûte beaucoup plus cher qu'elle ne rapporte. Pendant la guerre, malgré cette exemption d'impôt, les emprunts ont été émis bien au-dessous du pair et à des taux de plus en plus élevés ou alors avec une prime considérable comme pour le 5 % amortissable 1920. Nous avons vu aussi que sur un budget de 23 milliards pour 1921, plus de 11 milliards étaient consacrés au service de la Dette publique, soit près de la moitié, alors que la proportion n'était que d'un peu plus d'1/5 en 1914.

Quoiqu'il en soit, et quoique pensent adversaires et partisans de l'immunité fiscale, constatons qu'elle existe. Elle constitue pour le porteur un avantage intéressant qui lui évite une forte réduction du revenu, qu'il subit sur les autres catégories de valeurs en portefeuille.

Mais si la rente est exempte de l'impôt cédulaire, elle n'est pas exempte de l'impôt sur le revenu établi par la loi du 15 juillet 1914. Dans l'impôt général sur le revenu, le rentier est atteint comme titulaire d'un revenu; il est atteint dans la somme qui forme l'ensemble de ses revenus quels qu'ils soient, la rente comprise. On a voulu étendre cette immunité fiscale et permettre aux porteurs de rente de déduire, dans l'impôt général sur le revenu, le montant des sommes qu'ils touchent des titres des emprunts d'État qu'il a souscrits, ce qui pourrait développer le goût des fonds d'État dans la clientèle. On introduirait par l'arbitrage une quantité plus importante de ces titres et on provoquerait une ascension rapide des fonds d'État sur le marché, ce qui en faciliterait la conversion et amènerait une réduction du taux de l'intérêt.

M. Manchez a développé dans « le Temps » ces considéra-

qui ont pris corps dans les projets d'impôts, présentés par M. Klotz en 1920. Celui-ci, dans l'établissement de l'impôt sur les accroissements de fortunes, réalisés entre 1914 et 1919, accordait des réductions à ceux qui justifieraient que leur accroissement de fortune s'est produit sous la forme de participation aux emprunts d'État. M. François Marsal, son successeur au Ministère des Finances, n'a pas adopté cette partie du projet, mais l'idée d'exempter la rente de tous impôts, cédulaires et global, sur le revenu reste en l'air, et diverses suggestions en ce sens sont faites pour les prochains emprunts d'État.

Une autre catégorie de titres qui paient leurs coupons nets de tout impôt est constituée par les obligations et les bons qu'émettent, depuis 1915, un grand nombre de sociétés stipulant dans leur contrat d'émission prendre à leur charge tous impôts, présents et futurs. C'est précisément à l'exemple de l'État et pour le concurrencer qu'elles ont agi ainsi et se sont engagés à supporter — les chiffres mêmes nous l'ont déjà démontré — des charges d'autant plus considérables qu'elles sont en partie indéterminées, grevant dangereusement l'avenir de ces Sociétés.

Rares d'abord, ces émissions sont devenues très nombreuses et actuellement la plupart des Sociétés contractent des emprunts soit en obligations, soit en bons à échéance rapprochée, exempts de tous impôts présents ou futurs. On sait la place que ces titres prennent sur le marché et la faveur dont ils sont entourés. C'est ainsi d'ailleurs que procèdent le Crédit National qui, depuis 1919, absorbe par milliards les disponibilités du public, et les Sociétés de Groupements de sinistrés constitués pour émettre des titres, gagés sur des annuités reçues de l'État, en application des dispositions de la loi du 31 juillet 1920.

Mais, si ces valeurs sont éminemment avantageuses pour le porteur, elles peuvent avoir par contre certaines répercussions dangereuses pour les Sociétés elles-mêmes qui les émettent et pour le crédit public. C'est du moins ce qu'on redouté les auteurs d'une proposition de loi, déposée à la fin de 1920 par M. de Lasteyrie, l'actuel Ministre des Finances, pour interdire les émissions de titres exempts d'impôts et la prise en charge par les Sociétés anonymes

du droit de transmission pour les valeurs au porteur. Ce projet a été repris dans un article de la loi de Finances pour 1923, actuellement en discussion au Parlement.

Dans l'exposé des motifs de la proposition, il est dit que l'émission des titres exempts d'impôts pour les porteurs entraînait des répercussions d'ordre à la fois économique, moral et fiscal. Les Sociétés qui émettent les titres courent des risques impossibles à évaluer et engagent l'avenir dans une certaine mesure. Ces impôts ainsi établis frappent les collectivités et non plus les particuliers, contrairement au but de la loi. Enfin, ce procédé va à l'encontre de la diffusion des titres nominatifs, en supprimant les avantages qu'offrent ceux-ci, ou plutôt en donnant les mêmes aux titres au porteur.

La proposition a donc un double but : interdire aux Sociétés la promesse de prendre à leur charge d'une part les impôts futurs et l'augmentation des impôts actuels, et de l'autre le droit de transmission perçu pour les titres au porteur au moyen d'un prélèvement forfaitaire sur les coupons. Ce projet a soulevé des discussions et des protestations, notamment de plusieurs chambres de Commerce. On a répondu que les prêteurs n'ont pas besoin d'être protégés contre leur propre imprudence, ce qui amènerait une intervention d'État et une réglementation toujours nuisible, surtout dans le domaine économique, et à coup sur, le remède serait pire que le mal. De plus, ces genres d'émission ont permis aux Sociétés de trouver des capitaux sans élever le taux de l'intérêt, ce qui d'ailleurs servait à l'État qui, pour ses emprunts, devait se conformer aux conditions du marché. Enfin, et contrairement à ce que prétendent M. de Lasteyrie et ses Collègues, l'hostilité contre les titres au porteur, idée maîtresse de leur proposition, n'est pas justifiée.

Nous nous permettons d'insister sur ce point, car on avait prêté à M. de Lasteyrie, devenu Ministre des Finances qui d'ailleurs en a donné démenti depuis, d'après certaines phrases contenues dans le projet du Budget pour 1923, l'intention de supprimer les titres au porteur. Certes, en établissant un droit de transmission sur les coupons des titres au porteur, on veut éviter les évasions

fiscales et favoriser aussi la forme nominative. Mais est-il vrai d'abord que le titre au porteur échappe à l'impôt ?

En ce qui concerne la taxe sur le revenu des valeurs mobilières, le fisc en perçoit le produit à la source, puisque les sociétés par actions sont tenues de remettre chaque année leur bilan à l'Administration de l'Enregistrement. Pour les valeurs étrangères, certes, les évasions sont plus faciles, car le fisc n'a pas ici les mêmes moyens de contrôle. Il a pris encore diverses mesures, en cas de successions, pour les titres déposés en banque ; les lois de 1901 et 1903 font aux particuliers et aux sociétés de crédit, dépositaires de valeurs pour le compte de leurs clients, une obligation de déclarer les titres en question au moment du retrait par les ayants-droit, et même d'exiger au préalable, dans certains cas, le certificat de paiement des droits. Une loi récente du 18 avril 1918 est venue renforcer ces mesures de précaution pour les titres renfermés dans un coffre-fort, dont l'ouverture ne peut, aux termes de cette loi, avoir lieu, après décès du locataire, que devant un notaire, qui doit dresser l'inventaire du contenu. Le projet du budget de 1923 contient sur ce point des dispositions à caractère vraiment inquisitorial et vexatoire, qui n'ont pas grande chance d'ailleurs d'être adoptées par le Parlement.

L'État a pris également des mesures contre les valeurs qui passent la frontière. Quelquefois d'ailleurs les capitalistes qui ignorent la législation du pays de refuge s'exposent à payer deux fois les impôts et les droits. Le Gouvernement Français a signé en 1893, avec la Belgique, une Convention, par laquelle tous les actes, dont l'Enregistrement Belge a connaissance, passent immédiatement à l'Enregistrement Français, et ainsi étaient révélées les opérations sur les valeurs mobilières qui avaient donné lieu à des actes susceptibles d'être enregistrés. De plus, en 1907, une entente franco-anglaise a établi un régime d'échange de renseignements au sujet de successions des ressortissants des deux pays. Ici, en fournissant ces indications, le fisc britannique perçoit des droits successoraux qui frappent concurremment avec les taxes françaises les biens mobiliers qu'on voulait soustraire à ces dernières. Pas besoin donc n'est de recourir au grand moyen de

conversion au nominatif de tous les titres au porteur, qui apporterait une perturbation considérable dans toutes les affaires et ne serait pas faite pour favoriser la reprise économique et financière du Pays.

On sait le rôle immense que joue le titre au porteur, type même de l'instrument d'échange mobilier, facile, souple et rapide. Son développement a conditionné celui des transactions de bourse. L'arbitrage notamment ne pourrait pas pratiquement se faire si ce titre n'existait pas. On conçoit sans peine les lenteurs, la paperasserie et les frais qu'entraîneraient les opérations de bourse pour obtenir une intensité d'échange bien inférieure. Les opérations à terme seraient rendues à peu près impossibles. Enfin, une telle mesure ne pourrait pas être prise sur un seul marché, sous peine d'en détourner la clientèle qui irait spéculer ailleurs ou même cacher son épargne à l'abri de législations moins rigoureuses. Un pays agissant seul se mettrait dans un état écrasant d'infériorité vis-à-vis de ses voisins qui ne manqueraient pas d'en profiter.

Un exemple d'ailleurs vient de confirmer ces considérations : c'est celui de l'Italie qui, par le décret-loi du 24 septembre 1920, avait imposé la forme nominative à tous les titres mobiliers et qui a dû rapporter le dit décret-loi le 21 août 1921, après moins d'un an d'expérience.

D'ailleurs les valeurs nominatives favorisées du fisc sont plus nombreuses et plus répandues qu'on ne le croit. Voyons ce que nous apprend la statistique :

Prenons les titres de chemins de fer français, dont possèdent presque tous les portefeuilles. En 1917 :

Sur les 3.059.000 actions des 6 Compagnies :

1.356.783 soit 44 % étaient nominatives

et 1.702.217 — moins de 56 % étaient au porteur,

Sur 35.613.665 obligations des mêmes 6 C^{ies},

25.617.055 soit 70 % étaient nominatives.

9.996.610 — 30 % — au porteur (1)

(1) *Journal Economiste* du 15 janvier 1919, page 161.

Suivant M. Neymarck, les inscriptions de rentes nominatives 3 % perpétuelle, constituaient, en 1917, les 75 % de cette rente en circulation.

Certes la proportion n'est pas la même pour d'autres catégories de titres, mais du moins elle y reste assez élevée. Il n'est donc pas nécessaire de généraliser la conversion au nominatif par une mesure qui conduirait à des conséquences désastreuses.

En l'état actuel, le titre nominatif est particulièrement favorisé. Outre les réductions d'impôts que nous connaissons, divers autres avantages viennent de lui être accordés par les lois des 25 Juin et 31 Juillet 1920. Résumons-les :

1^o — la moitié de l'impôt de 10 % sur le revenu des valeurs mobilières est remboursée aux porteurs de certains titres nominatifs qui n'auront pas plus de 6.000 francs, comme revenu global (Article 51, loi du 25 juin 1920) ;

2^o — la conversion au nominatif est exempt d'impôts. La conversion au porteur est soumise à un droit de 2 % et le transfert du nominatif au nominatif à un droit de 0.90 % ;

3^o — Pour négocier un titre nominatif, il n'est plus nécessaire, au préalable, de le convertir au porteur et de payer 2 %, mais seulement 0.90 % (article 49 loi du 25 juin 1920) ;

4^o — Même dans le cas de emploi de titres nominatifs en d'autres nominatifs, le droit de 0.90 % est remboursé dans certaines conditions.

En tenant compte des autres simplifications apportées dans certaines formalités, la forme nominative a suffisamment d'attraits pour les porteurs de titres sans qu'on ait besoin de recourir à la conversion forcée, ou au système de l'endossement, récemment préconisé et même passagèrement adopté par la Chambre. Vouloir maintenir les privilèges du titre nominatif ne semble pas justifier non plus la suppression des émissions de valeurs mobilières exemptes d'impôts présents et futurs.

En dehors de cette catégorie de valeurs exonérés de l'impôt cédulaire sur le revenu et de la taxe de transmission pour les titres au porteur, les impôts frappent lourdement le revenu des valeurs mobilières et étrangères. Par suite de l'élévation du taux édicté

par diverses lois successives depuis 1914, le prélèvement par le fisc est allé en croissant pour atteindre des pourcentages très élevés.

Prenons l'exemple des titres de chemins de fer :

Le porteur d'une action des 5 compagnies payait comme impôts : (revenu et taxe de transmission) 5.97 en 1860, 23 frs en 1897, 29.69 en 1919 et 53.47 en 1920, alors que le montant du dividende a diminué sensiblement. Le porteur d'une obligation de 500 francs des mêmes 5 compagnies touchait 15 francs à l'origine, 13.44 en 1897, 13.20 en 1919 (soit une diminution de 12 %) et 11.90 en 1920(1). A cette même date son revenu subissait un prélèvement de 20 %, soit $\frac{1}{5}$ sur le montant d'un coupon. En 1920, les titres nominatifs ne subissaient qu'un prélèvement de 10 %, et le porteur touchait 13.50 pour son coupon de 15 francs.

En ce qui concerne les valeurs d'entreprises commerciales et industrielles, la combinaison de l'impôt sur le revenu et de la taxe de transmission donne les taux suivants de prélèvement sur certains coupons détachés en 1921 : Banque de l'Union Parisienne 28 %, C^{ie} Générale des Tramways 33.25 %, Gafsa 35 %, Aciéries de France 47 %, Sous-Comptoir des Entrepreneurs 67.33 %, Parts des Chargeurs Réunis 93.09 % (2).

On voit par ces exemples quelles impositions frappent le revenu des valeurs mobilières. Ces énormes pourcentages s'expliquent par l'impôt dit de transmission qui, étant une sorte d'abonnement forfaitaire, est exigible, qu'il y ait ou non un revenu. Ainsi ces titres au porteur, qui sont restés pendant plusieurs années sans donner de revenus, voient leurs premiers coupons fortement amputés lors de leur mise en paiement. De nombreuses réclamations se sont fait entendre de la part d'actionnaires qui trouvaient très dur, après n'avoir rien touché depuis 1914, de subir une pareille réduction dès leurs premiers dividendes.

(1) *Les chemins de fer français*, G. Allix. Revue politique et parlementaire, 2^{me} semestre 1920, pages 195 et s.s.q.

(2) Chiffres cités par M. François Marsal dans son rapport général à la Semaine de la Monnaie, le 10 juin 1922.

N'oublions pas ce que ne sont pas là les seuls impôts que supportent les valeurs mobilières. D'abord les bénéfices de la Société, qui vont constituer en partie les dividendes à répartir, subissent avant distribution, l'impôt, actuellement de 8 %, sur les revenus industriels et commerciaux. De plus, outre la taxe de 10 % sur les valeurs françaises et de 12 % sur les valeurs étrangères, et le droit de transmission, les revenus des valeurs mobilières sont atteints par l'impôt global sur le revenu frappant l'ensemble des sommes encaissées pendant l'année par le contribuable et qui est, on le sait, un impôt de superposition.

L'Administration des Finances avait même émis la prétention de faire entrer les lots, attribués par le sort aux porteurs de titres, dans les sommes que le contribuable doit déclarer comme revenus perçus pendant l'année considérée et passibles comme tels de l'impôt global sur le revenu. Le Conseil d'Etat, sur appel d'une décision rendue en sens contraire par le Conseil de Préfecture de la Seine, le 27 janvier 1921, a donné tort à l'Administration par un arrêt nettement motivé en date du 28 janvier. Aux termes de cet arrêt, le lot, frappé déjà par un impôt spécial, actuellement de 20 %, ne peut être envisagé, en ce qui touche le contribuable, comme le produit d'une accumulation d'intérêts, cette réserve, accumulée par l'émetteur, ne le concerne pas et, par suite, le lot ne saurait avoir le caractère d'un revenu assujetti à l'impôt général.

En tout cas, n'échappent point à cet impôt général, le revenu des valeurs du Trésor, exempts de l'impôt cédulaire, et celui des titres émis, nets de tous impôts présents et futurs et dont les coupons sont touchés par le porteur sans aucune retenue.

Si l'on ajoute les taxes qui sont susceptibles de frapper les sommes constituant ces revenus, dans le cas de mutations entre vifs et par décès, avec les aggravations de taux actuels, on peut se rendre compte combien forte est la part du fisc sur cette source de revenus. Le revenu des valeurs mobilières, non imposées jusqu'au milieu du XIX^e siècle, au détriment des revenus fonciers, est actuellement lourdement frappé et peut supporter avantageusement la comparaison avec ceux-ci. Il n'est pas dit non plus que les taux de prélèvements aient atteint leur maximum et, résem-

ment encore, on parlait de remplacer la taxe sur le chiffre d'affaires, de rendement inférieur et si impopulaire dans les milieux commerciaux qu'on en proposait l'abolition, par une super-imposition sur le revenu des valeurs mobilières. Il semble que les porteurs de titres soient devenus les boucs-émissaires, sur qui les autres contribuables rejettent le fardeau des impôts nécessaires pour établir l'équilibre de notre budget. Plusieurs articles du projet de la loi de Finances pour 1923 constituent pour eux, en effet, une nouvelle menace, moins grande cependant que le serait l'institution du carnet de coupons de M. Bokanowski.

Il nous paraît utile de signaler en terminant le projet actuellement soumis à la Commission des Finances et relatif à la réforme du régime fiscal des valeurs étrangères et qui, s'il était adopté, exercerait son influence sur le revenu de ces valeurs.

Le système de l'abonnement que nous avons résumé plus haut est très désavantageux pour les Sociétés qui s'y sont soumises. L'évaluation, faite tous les trois ans par la Commission spéciale, sur les titres en circulation arbitrairement fixés, risque de ne sauvegarder les intérêts du Trésor qu'en sacrifiant ceux de la société imposable. Il est impossible à celle-ci de prévoir ce qu'elle devra verser au fisc à chaque exercice et de mesurer l'étendue de ses engagements. De plus, elle ne peut récupérer les impôts payés par son représentant sur les porteurs français qu'elle ignore et le préjudice est supporté par la Société elle-même. Des réclamations se sont élevées et, comme résultat, les sociétés sérieuses qui n'ont pas besoin de notre marché et de nos capitaux ne s'abonnent pas. Sur un capital nominal des Sociétés Etrangères cotées au marché officiel, en 1913, de seize milliards 1/2, deux milliards 1/2 se sont désabonnées. Cette même loi de l'abonnement a porté tort à l'achat de bonnes valeurs réalisables en temps de crise telles que les obligations de chemins de fer américains, qui nous auraient été d'une grande utilité pendant la guerre pour nous fournir du change et faciliter ainsi nos règlements à l'Extérieur.

La réforme proposée serait celle-ci : supprimer pour l'avenir le système de l'abonnement, unifier le régime des valeurs étrangères et s'attacher à les soumettre à des droits sinon identiques du

moins équivalents à ceux qui frappent les valeurs françaises. Les valeurs étrangères acquitteraient, outre le droit de 2 %, à la mise en circulation en France, l'impôt de 10 % sur les revenus et une taxe supplémentaire de 8 % sur les coupons, représentative du droit de transmission, en tout un prélèvement de 18 %.

D'autre part, en vue de donner aux porteurs de valeurs étrangères la possibilité d'obtenir un régime équivalent à celui des valeurs nominatives françaises, le projet prévoit le dépôt des titres étrangers dans un Etablissement agréé par le Ministre des Finances. Durant le dépôt, constaté par un certificat nominatif, remis au titulaire, les coupons ne seront frappés que de l'impôt sur le revenu, soit 10 %. En cas de retrait, le titre devra acquitter le droit de 2 % calculé au cours moyen, qui est appliqué aux valeurs nominatives françaises mises au porteur.

Le régime de l'abonnement est maintenu facultativement pour les Sociétés actuellement abonnées, en ce qui concerne les séries de titres existantes et les émissions à venir de même série. Enfin des sanctions sont édictées pour prévenir la fraude fiscale. Telle est dans ses grandes lignes le projet actuellement soumis à la commission des Finances (1).

M. François Marsal avait également proposé, en Février 1920, l'établissement d'un droit de nationalisation ou de douanes ad valorem sur les titres étrangers, acquis par les personnes domiciliées ou résidant habituellement en France.

La question des impôts, par l'importance que prennent ceux-ci et par les nombreux problèmes qu'ils soulèvent ici, complète donc utilement une étude sur le revenu des valeurs mobilières.

(1) *Messenger de Paris* du 7 novembre 1921.

CHAPITRE VI

Le revenu des valeurs mobilières et les autres catégories de revenus.

En 1913, le revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères, entrait pour 5.800 millions dans le revenu total de la France qui était évalué alors de 32 à 35 milliards, soit pour un sixième. La proportion est-elle la même en 1920 que nous prendrons ici comme terme de comparaison et, où, suivant nos calculs, le revenu des valeurs mobilières a atteint 11 milliards 200 millions ?

Pour cela, il nous faut connaître le chiffre, à cette dernière année, du revenu national, et à ce propos nous n'avons rien de précis. Il est bien difficile de déterminer exactement d'abord la fortune du pays, après la terrible tourmente, car on se heurte à des difficultés sérieuses provenant d'une part de l'instabilité des signes monétaires et d'autre part de l'incertitude du problème des réparations dues par l'Allemagne, tant qu'une solution ne lui aura pas été donnée, de même, par répercussion, le revenu ne peut être déterminé avec précision.

On a cependant cité des chiffres qui d'ailleurs varient beaucoup entre eux. Les socialistes ont parlé de 70 milliards, « l'Information » de 86 milliards et même M. René Besnard de 171 milliards. M. Rist a émis l'hypothèse suivante : avant la guerre, la France épargnait 1/9 de ses revenus soit 4 milliards sur 35 ; actuellement si l'on prend le montant des émissions effectuées sur le marché français qui atteint au moins 1 milliard par mois (en mars 1921, sans tenir compte des Bons du Trésor, pour les raisons souvent signalées, on a

{	(act. et obli. de Stés : 892 millions).
{	(obl. chem. de fer 153 millions)

on obtient un chiffre minimum de 12 milliards de placements par

an. En appliquant à ce chiffre la proportion ci-dessus indiquée, 9 fois plus, il résulterait que les revenus actuels du pays attendraient 108 milliards.

Il ne reste plus qu'à vérifier cette hypothèse.

Il semble, à première vue, que le produit des impôts sur les différentes catégories de revenus, établis par la loi du 31 juillet 1917, qui frappe, à quelques exceptions près, toutes les sources de revenus, sera t pour nous le meilleur renseignement, de même que le produit de la taxe sur le revenu des valeurs mobilières nous a p rmis de calculer sérieusement le montant de ce revenu. Il n'en est plus de même ici.

D'abord le nouveau système est basé, dans son ensemble, sur les déclarations des contribuables, certes déclarations contrôlées, mais qui demeurent toujours plus ou moins sincères. D'autre part, quelques revenus sont évalués forfaitairement et par conséquent ces évaluations s'écartent plus ou moins de la réalité.

En outre, il est encore à sa période d'essai et il a besoin de nombreuses années d'application pour donner les résultats qu'on est en droit d'attendre. Il comporte surtout, dans l'établissement des divers impôts, de larges exemptions à la base et de nombreux abattements, auxquels s'ajoutent des déductions pour causes diverses. Il en résulte qu'une grosse partie des revenus, surtout dans un pays de petites et moyennes fortunes comme la France, demeure en dehors des impositions et que celles-ci, dans leurs résultats, sont loin de répondre à la matière sur laquelle elles sont assises.

Enfin le mécanisme même des recouvrements est un obstacle à l'utilisation scientifique des résultats obtenus. Tandis que pour les anciennes contributions directes les droits du Trésor s'éteignaient à la clôture de l'exercice financier, la loi donne maintenant à l'Administration, en matière d'impôts sur les revenus, le droit d'établir des rôles jusqu'à l'expiration de la cinquième année qui suit celle au titre de laquelle les impôts sont exigibles. Le délai peut même, quand il s'agit de revenus produits par un patrimoine confondu dans une succession, être encore plus étendu. Il en résulte que c'est seulement à la fin de cette période de 5 ans que l'on

peut se prononcer sur le montant des recettes effectuées au titre des impôts sur les revenus d'une année donnée. Donc pour connaître par exemple le rendement total des impôts sur les revenus de l'année 1920, ce que nous voudrions savoir précisément, il faudrait réunir les prises en charges effectuées, au titres de la dite année, par chacun des 5 exercices suivants, 1920 à 1925.

Quoiqu'il en soit, malgré les lacunes et les imperfections des résultats donnés par le produit des impôts sur les revenus, ceux-ci peuvent constituer encore, après avoir subi des corrections jugées nécessaires, la base la plus sérieuse pour nos calculs. Nous prendrons pour nos comparaisons, les revenus perçus pendant l'année 1920, qui ont été frappés par les impôts au titre de l'exercice 1921. Examinons donc le produit de chacun d'eux, avec les difficultés particulières qui empêchent de lui donner une signification absolue.

En premier lieu, la contribution foncière non bâtie s'appuie sur les évaluations cadastrales, revisées à intervalles périodiques, mais assez longs, qui ne leur permettent pas de suivre les fluctuations de la matière imposable, fluctuations qui peuvent être considérables dans les temps de crise, comme celle que nous venons de traverser. Son produit, pour les revenus de 1920, est de 161.840.132 francs, ce qui, au taux de 10 %, révèle une valeur locative de un milliard 600 millions environ. Si nous tenons compte des exemptions accordées pour divers motifs, des mesures de faveur récemment édictées, comme les remises faites dans certaines conditions aux petits exploitants sur leurs cotes foncières, et des dégrèvements pour charges de famille, on peut évaluer à 4 milliards le revenu réel des propriétés non bâties. Il nous semble que ce chiffre n'est pas trop éloigné de la réalité, puisque, en 1907, la valeur locative des terres était évaluée, d'après une enquête du Ministère de l'Agriculture, à 2.084.631.000 et que depuis cette époque la terre a subi, pendant ces dernières années surtout, une sensible plus-value.

La valeur locative de la propriété bâtie est déterminée suivant plusieurs procédés qui comportent tous des risques d'erreur, et comme la révision n'a lieu que tous les 10 ans, elle ne peut s'adapter aux modifications de valeur qui sont susceptibles de se produire

pendant l'intervalle. Le produit de la contribution ad hoc, pour 1920, est de 287.025.960 francs correspondant, au taux actuel de 10 %, à un revenu de 2 milliards 870 millions. Une plus value s'est aussi manifestée sur la propriété bâtie comme sur la propriété non bâtie, ces dernières années, conséquence de la hausse des loyers, mais les lois relatives aux prorogations de baux ont empêché une grande partie des propriétaires d'en profiter. D'autre part, la destruction d'un grand nombre d'immeubles dans les régions précédemment envahies et l'arrêt presque complet de toute construction nouvelle, vu la cherté des matériaux et de la main-d'œuvre, ont fait également sentir leurs effets. En définitive, et compte tenu des déductions et réductions de tous ordres accordées par la loi, on peut avancer le chiffre de 6 milliards, comme celui correspondant approximativement au revenu des propriétés bâties. Le revenu foncier, terres et maisons, de notre pays, peut donc s'établir aux environs de 10 milliards.

Les impôts, frappant ces deux catégories de revenus, qui datent d'ailleurs de la Révolution et qui faisaient partie des 4 « vieilles », ont pris place, simplement après quelques modifications, dans le nouveau système. Celui-ci, par contre, a bouleversé certains impôts qui existaient déjà, mais surtout il en a créé de nouveaux, frappant des sources de profits qui jusque là n'avaient pas été atteintes.

L'impôt sur les bénéfices commerciaux et industriels, substitué à l'ancienne patente, est établi soit d'après la déclaration du contribuable du bénéfice net de son entreprise, seul procédé imposé pour les sociétés par actions, soit forfaitairement par l'application d'un coefficient déterminé à son chiffre d'affaires. Les résultats ainsi obtenus doivent également s'écarter sensiblement de la vérité, d'autant plus qu'ici, comme pour toutes les cédules, de nombreuses exemptions, abattements et dégrèvements sont pratiqués. De plus, l'établissement dans un bilan du bénéfice net imposable soulève de nombreuses difficultés et peut prêter à d'importantes dissimulations par le jeu des réserves et des amortissements. La loi du 1^{er} Juillet 1916, relative à l'impôt extraordinaire sur les bénéfices de guerre, a, en effet, donné lieu à de vives discussions

entre le fisc et les entreprises et des procès fréquents dévoilent l'importance des revenus de cette nature soustraits à la taxation.

Sous bénéfice de ces réserves, on peut considérer comme un indice intéressant le produit de l'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux réalisés par les entreprises en 1920, à savoir : 975.101.200 francs qui, au taux de 8 % (Loi du 25 juin 1920) laisse ressortir un revenu taxé de 12.188.765.000 francs. Etant donné qu'un million environ seulement de contribuables ont payé, alors que 2.400.000 était soumis à l'ancienne patente, il ne nous semble pas téméraire de multiplier par 2 1/2 le produit ci-dessus et de conclure à 30 milliards, comme représentant le montant des revenus tirés des professions commerciales et industrielles.

Encore cette somme peut elle paraître inférieure à la réalité; si l'on considère que les premiers mois de 1920 ont été une période d'activité intense et anormale pour les productions du pays et que les bénéfices réalisés durant cet exercice ont été, quoique diminués à la fin de l'année, considérables, ainsi qu'on a pu en juger par les résultats de certains bilans analysés plus haut. Mais, n'oublions pas d'autre part que dans les bénéfices nets, déclarés par les sociétés par actions, sont comprises les sommes à répartir sous la forme de dividendes qui précisément sont déjà entrées dans la catégorie du revenu des valeurs mobilières. Pour cette raison, et afin d'éviter des doubles emplois, nous avons jugé suffisant d'appliquer le coefficient 2,5 au chiffre donné par les produits fiscaux.

Les résultats donnés par le fisc pour les revenus agricoles sont peut-être ceux qui s'éloignent le plus de la réalité. Ici l'évaluation est uniquement faite au moyen du forfait. Aux termes de l'article 2 de la loi du 25 juin 1920, modifiant l'article 17, § 1 de la loi du 31 juillet 1917, le revenu de cette catégorie est considéré comme égal à la valeur locative multipliée, il est vrai, par un coefficient fixé chaque année et variable suivant les régions et les modes de culture. Mais — et c'est là le point principal — l'exploitant n'est taxé que sur la fraction supérieure à 1.500 francs et a droit à une déduction de moitié sur la fraction comprise entre 1.500 francs et 4.000 francs. Il en résulte qu'en France, pays par excellence de petites et moyennes propriétés, seuls sont frappés

les exploitants de plus de 10 hectares. En effet, la valeur locative étant estimée en moyenne à 75 francs l'hectare, d'après les calculs du Ministère de l'Agriculture, nous arrivons, en appliquant à ce chiffre le coefficient moyen 2, à 150 francs l'hectare et à 1.500 frs les 10 hectares, comme revenu net d'exploitation, ce qui correspond au minimum exempté. Or, seules, 868.000 exploitations sur 5.669.000, soit 15 %, ont plus de 10 hectares (1), et même des dégrèvements divers font qu'une proportion inférieure est frappée au taux plein.

D'autre part, les produits agricoles ont atteint des prix très élevés, ces dernières années, et précisément ce sont les petites et moyennes exploitations, dont les frais généraux sont les moindres, qui proportionnellement en ont le plus profité. La preuve en est que, déjà fin 1919, 7 milliards $\frac{1}{2}$ d'hypothèques avaient été remboursés par les agriculteurs, et que cette énorme masse de billets thésaurisés par les campagnes pendant la guerre, ainsi rejetée dans la circulation, ne fut pas la moindre des causes de l'inflation monétaire constatée à ce moment là.

Notons, comme indice, que les produits agricoles avaient été évalués en 1912 à 12 milliards, dont 8 milliards pour les ressources végétales et 4 milliards pour les ressources animales. Mais il faut tenir compte de la moins-value du rendement des régions précédemment envahies, dont l'exploitation a cependant, grâce au labeur acharné des habitants, repris depuis 1919 avec une intensité remarquable, malgré les dévastations systématiques de l'ennemi. Toutes compensations établies, nous nous risquons à multiplier par quatre la valeur locative des terres, ainsi qu'elle a été déterminée plus haut, soit 4 milliards et à indiquer 16 milliards, comme étant au minimum, pour 1920, le montant des revenus de l'agriculture. Le produit de la taxe ne nous donne que 27.999.700 francs, correspondant, au taux de 6 %, à un bénéfice de 466.661.600 frs, chiffre absolument dérisoire.

(1) *Revue Politique et Parlementaire*, n° 328 du 10 mars 1922, pages 388 et 389.

En ce qui concerne les traitements, salaires et émoluments et, en général, les revenus du travail, intellectuel et manuel, d'une part, et les pensions et rentes viagères de l'autre, l'évaluation, d'après les données fiscales, peut être moins éloignée de la vérité, puisque l'employeur et le payeur sont tenus par la Loi de faire eux-mêmes la déclaration des sommes payées à leurs employés et aux bénéficiaires. Cependant le chiffre obtenu aura besoin d'être sensiblement majoré pour tenir compte des exemptions, dégrèvements et abattements accordés aux contribuables, ici comme pour tous les impôts cédulaires, et aussi des difficultés dans le recouvrement des sommes dues par les ouvriers sur leurs salaires. Des protestations très vives se sont élevées sur ce point dans les milieux ouvriers et ont même provoqué des grèves.

Les statistiques fiscales accusent, au titre de cet impôt, un produit de 284.811.300 francs faisant ressortir, au taux de 6 %, une matière imposable de 4.746.850.000 francs. Il n'est pas exagéré d'estimer à 4 fois plus, soit 18 à 20 milliards, le montant des traitements et salaires, puisqu'avant la guerre on l'évaluait à plus d'une dizaine de milliards. Ce coefficient 2 est même insuffisant, si l'on constate que les traitements et salaires ont au moins, en moyenne, triplé et quadruplé depuis 1914, mais la guerre, avec nos 1.500.000 morts et nos 2.000.000 mutilés, atteints d'incapacité totale ou partielle, est venue réduire sensiblement le nombre des travailleurs français.

Par contre, il faut ajouter dans cette catégorie de revenus les pensions et autres allocations allouées aux veuves, orphelins et mutilés de la guerre, en vertu de la loi du 31 mars 1919, et exemptes de tous impôts, revenus évalués à 4 milliards en chiffres ronds, d'après les crédits inscrits au budget des dépenses recouvrables sur l'Allemagne. C'est donc un total de 25 milliards que l'on peut attribuer aux bénéfices provenant des traitements, publics et privés, indemnités et émoluments, salaires, pensions et rentes viagères.

Les revenus des professions non commerciales comprennent les bénéfices provenant des professions communément appelées libérales et ceux provenant des charges et offices dont les titu-

lares n'ont pas la qualité de commerçants. Leur évaluation résulte des déclarations que les bénéficiaires font eux-mêmes, c'est-à-dire que le résultat est loin d'être conforme à la réalité, d'autant plus qu'ici les moyens de contrôle du fisc sont difficiles, ces contribuables n'ayant pas de comptabilité à tenir et certains pouvant s'abriter derrière le secret professionnel, et qu'on est obligé de recourir aux indices extérieurs, souvent trompeurs. Comme dans les autres cédules des exonérations et des abattements viennent réduire la matière imposable. Sur 120.000 personnes appartenant à des professions libérales, 1/4 à peine avait souscrit une déclaration en 1921. Pour cette année, les résultats fiscaux donnent 42.631.600 francs, sans faire malheureusement la discrimination de ce qui provient des professions libérales d'une part et des charges et offices de l'autre, les premières étant imposées au taux de 6 % et les autres à celui de 8 %. Néanmoins, nous appliquerons le taux de 6 % à l'ensemble du montant de l'impôt, une différence en plus dans le résultat n'ayant pas grand inconvénient, puisque le total obtenu devra lui-même être sensiblement majoré pour tenir compte des revenus de cette nature échappant à l'impôt. Nous obtenons ainsi près de 800 millions qu'il n'est pas exagéré de quintupler pour atteindre un chiffre vraisemblable, soit 4 à 5 milliards.

Récapitulons maintenant les résultats ci-dessus :

Revenu de la propriété non bâtie	4 milliards
— — — bâtie	6 —
— des bénéfices commerciaux et industriels .	30 —
— produits agricoles	16 —
— traitements, salaires, etc	25 —
— professions non commerciales	5 —

Soit au total 86 milliards

A ce chiffre, ajoutons les 11 milliards, en chiffre rond, représentant le revenu des valeurs mobilières en 1920, ainsi qu'il a été déterminé plus haut, et nous aurons une somme de 97 milliards, correspondant au revenu du pays, qui se trouve, grosso modo, entre 95 et 100 milliards.

Avant de comparer le revenu des valeurs mobilières et les autres catégories de revenus, est-il besoin de dire que ce ne sont là que des approximations et peut être des minima. Nous nous arrêtons à ce chiffre de 97 milliards, moyen terme entre les divers chiffres lancés et reproduits plus haut.

Donc, sur un total de 97 milliards en 1920, le revenu des valeurs mobilières, soit un peu plus de 11 milliards, atteint un neuvième environ, proportion inférieure au pourcentage d'avant-guerre qui était d'un septième (5 sur 35 milliards).

Pour terminer, notons quelques observations sur l'augmentation que présente le revenu national entre 1913 et 1920, passé de 35 à 97 milliards. Ainsi le revenu par tête d'habitant s'établit à 900 francs et à 2.570 francs aux deux dates respectives. En 1913, les impôts prélevaient 4.664.000.000 francs sur le revenu national, soit $1/7 \frac{1}{2}$, et en 1920, 11.406.000.000 sur 97 milliards, soit presque $1/6 \frac{1}{2}$.

Mais il faut se garder ici, en faisant de semblables comparaisons, de dangereuses illusions. Si le revenu national a presque triplé en huit ans, allant de pair avec la progression de la fortune de la France qui, d'après une récente évaluation de M. Lafarge, député, s'élèverait à plus de 800 milliards, il ne convient pas d'en déduire que la richesse de notre pays a triplé.

Il faut considérer qu'il s'agit là, comme nous l'avons déjà constaté plus haut pour le revenu des valeurs mobilières, d'une augmentation purement nominale qui est la conséquence de la dépréciation monétaire. Il y a lieu de voir ce que représentent les signes monétaires qui se sont si considérablement multipliés ces dernières années et d'écarter le miroir pour découvrir la réalité qu'il fausse. Et si l'on tient compte que le pouvoir d'achat de notre franc a diminué de plus des deux tiers, on arrive à cette conclusion que cette augmentation apparente fait place à une diminution effective.

Faut-il s'en étonner ? Bien au contraire, car la véritable richesse est faite de produits. Hélas ! depuis 1914, ce sont les destructions qui se sont multipliées en France, à la suite des dévastations de toutes sortes qu'une partie de notre territoire a subies. 1.600.000

tués ou gravement mutilés manquent à nos forces actives et l'ennemi a détruit pour 150 à 200 milliards du capital national.

Les principales productions qui ont été poussées intensivement ne l'ont été que pour des fins destructrices et il n'en est pas résulté pour nous un accroissement de richesses et de capitaux réels. Nous ne méconnaissions pas cependant la valeur de l'outillage qui a été créé pendant la guerre et qui, transformé et adopté, garde une utilité incontestable pour les fabrications de paix. Mais d'une telle production, toute spéciale, en face d'une consommation générale devenant très forte, malgré les restrictions qui y ont été apportées, il ne peut s'en suivre qu'un déficit que traduisent éloquemment les statistiques douanaires relatives à nos échanges commerciaux avec l'Étranger, de 1913 à 1920.

Malgré les apparences, le revenu des valeurs mobilières, comme l'ensemble du revenu national, a donc plutôt diminué en valeur absolue. La France ne s'est pas enrichie pendant ces dernières années, contrairement à l'assertion malheureuse d'un ancien ministre des Finances. L'abondance des signes monétaires n'indique pas l'accroissement de richesses, mais au contraire, elle ne se produit que dans la proportion où se rarefient les véritables capitaux, qu'elle cherche à remplacer.

Il nous a semblé utile d'insister une fois de plus sur le véritable caractère de l'augmentation que nous avons constatée, entre 1913 et 1920, dans les revenus du pays, et particulièrement dans les revenus des valeurs mobilières, objet de notre étude.

CHAPITRE VII

CONCLUSIONS THÉORIQUES ET PRATIQUES

Les placements

Comme conclusions à tirer de cette étude, nous voudrions résumer, en quelques propositions, les idées générales qui se dégagent des chapitres précédents et présenter en raccourci les principales conséquences apportées par les événements de 1914 dans le mouvement du revenu des valeurs mobilières en France. Nous les ferons suivre d'un graphique qui en sera, pensons-nous, la démonstration la plus vivante et la plus éloquente.

Ce n'est pas tout. Des faits, d'un tel ordre de grandeur, comportent aussi des leçons dans tous les domaines et peut être surtout dans le domaine économique où la brusque et tragique réalité a mis fin à de fausses et dangereuses illusions d'écoles. Les placements en valeurs mobilières ont subi bien des secousses et en ont ressenti tous les effets. Cette question, toujours d'actualité, a besoin d'être examinée à nouveau, à la lumière des événements de la guerre. Il y aurait là l'objet d'une étude distincte et importante qui dépasserait notre cadre, mais nous ne croyons pas superflu de donner, comme conclusions pratiques découlant en quelque sorte des conclusions théoriques, un aperçu rapide et sommaire de la question du placement en valeurs mobilières d'après guerre.

I

La grande guerre a donc marqué son empreinte sur le mouvement du revenu des valeurs mobilières en France et lui a fait subir de profondes perturbations de 1913 à 1921. Voici l'importance et les

caractéristiques des fluctuations qui en ont été les conséquences et qu'a fait apparaître la comparaison des chiffres obtenus pendant ces neuf années.

1^o Dans l'ensemble, nous constatons une augmentation de 2 ½, puisque de 5.800 millions en 1913, le montant de ce revenu est passé à 14.800 millions en 1921. Dans ces chiffres encore ne sont pas compris, et nous en avons donné les raisons, les intérêts servis par l'État sur ses bons du Trésor et ses bons de la Défense Nationale qui ont attiré d'énormes disponibilités et qui atteignaient plus de 58 milliards en 1921. Bien que les sommes ainsi investies furent surtout des fonds de roulement, placés temporairement en attendant un emploi définitif dans une affaire, et constituant de l'épargne à court terme, déposé en banque avant guerre et utile pour des opérations à courte échéance, il faut se rendre compte qu'une partie est restée à la disposition du Trésor, par suite du renouvellement de ces bons et de leur conversion en rentes. Il est donc utile d'ajouter, au chiffre indiqué plus haut, le montant des revenus tirés de cette catégorie de titres, montant qui, de peu d'importance en 1913, s'élevait à 2.600 millions en 1921.

Au cours de ces 9 années, voici quelles ont été les fluctuations du revenu des valeurs mobilières : le déchaînement du cataclysme le réduit assez sensiblement à 5.419 millions en 1914 et plus encore, en 1915, à 4.557 millions ; en 1916 se produit une vive réaction, car il ressort à 5.686 millions, presque au chiffre d'avant guerre, et accentue ensuite son mouvement en avant, il est à 6.672 millions en 1917, à 7.408 millions en 1918, à 9.379 millions en 1919, à 11.200 millions en 1920 et à 14.800 millions en 1921, marquant un accroissement considérable pour ces deux dernières années.

2^o Cette augmentation est due à l'émission de nombreux et gros emprunts effectués par l'État pour subvenir aux besoins de la Défense Nationale, aux appels au crédit des Sociétés françaises pour leur permettre de collaborer à la tâche du Gouvernement et aux énormes bénéfices qui en sont résultés pour la plupart de celles-ci et dont une partie a été distribuée aux actionnaires sous la forme de dividendes.

Les arrérages servis par l'État aux porteurs de rente et d'obli-

gations de la Défense Nationale grossissaient au fur et à mesure de l'émission des emprunts. De 759.300.000 en 1913 ils passent à 871 millions en 1915 (année de la création des obligations de la Défense Nationale) puis à 1.471 millions en 1916 (à partir de ce moment les premiers emprunts de guerre font sentir leur influence), 2.049 millions en 1917, 2.510 millions en 1918, 3.721,5 millions en 1919, 3.762,6 millions en 1920 et 5.584,8 millions en 1921.

Les chiffres relatifs au revenu des titres de Sociétés françaises et étrangères non abonnées marquent la progression des deux sources signalées de leur augmentation : émissions de valeurs, actions, bons et obligations et bénéfices extraordinaires réalisés à partir de 1916, après les diminutions subies en 1914 et 1915 et inhérentes à la crise de la guerre. Ainsi de 3.401 millions en 1913, ils baissent à 3.361 en 1914 et 2.652 en 1915, puis se relèvent à 2.936 en 1916, pour atteindre 3.495 en 1917, 3.919,6 en 1918, 4.203 en 1919, 6.072 en 1920, année exceptionnelle, caractérisée par une activité économique considérable dans ses premiers mois, suivie d'une brusque et néfaste dépression dans le deuxième semestre, et enfin 7.738 en 1921.

3^o Une autre cause de l'augmentation du revenu des valeurs mobilières a été l'élévation de l'intérêt, qui s'est manifestée par suite de l'insuffisance de l'offre de capitaux en face d'une demande qui s'accroissait chaque jour et des conditions d'insécurité du placement de l'argent. L'État, qui donnait du 3 $\frac{1}{2}$ % en juillet 1914, a dû, dès octobre, contracter des emprunts à 5 %, à 4 % avec des prix d'émission bien au-dessous du pair et enfin à 6 % en 1920, nets de tous impôts. Les Sociétés privées subirent les conséquences de cette concurrence et se virent obligées d'offrir leurs titres à des taux de plus en plus élevés, à 7 % et même 8 % sans compter d'autres avantages consentis à leurs prêteurs, qui en tiraient ainsi un rendement effectif encore plus rémunérateur. La hausse du loyer de l'argent, un des éléments du coût de production, exerça sur celle-ci de profondes répercussions.

4^o Une sensible diminution dans les revenus de notre portefeuille étranger est résultée par contre du bouleversement apporté

par la guerre dans nos relations avec les pays étrangers. Alors que nous tirions de ce portefeuille plus de 2.200 millions en 1913, nous n'en touchons plus que 1.500 millions environ en 1921. Il faut attribuer cela à deux causes principales : ouverture des hostilités qui amena la suspension du paiement des coupons des titres originaux des pays avec qui nous étions en guerre et déséquilibre de notre balance commerciale et de notre balance des comptes qui nous obligea à réaliser un certain nombre de valeurs étrangères susceptibles de nous procurer du change sur nos créanciers.

Il est vrai que la dépréciation de notre franc vis à vis des monnaies étrangères, eut, en compensation, certains avantages, pour les porteurs de titres qui touchaient en francs français, au cours du change, leurs coupons libellés en monnaies étrangères. Mais cette plus-value, pour ainsi dire automatique, n'apporta qu'une très faible atténuation à la diminution résultant de causes plus importantes et plus nombreuses.

L'appauvrissement de cette source de revenus est pour nous, hélas ! très préjudiciable, car elle renverse, à notre plus grand détriment, notre situation économique et financière d'avant-guerre vis à vis des pays étrangers dont nous étions pour beaucoup les banquiers et qui nous étaient débiteurs d'importants capitaux, ce qui couvrait largement notre déficit commercial et se traduisait par la hausse de notre devise et même par des rentrées d'or.

Abstraction faite du revenu des valeurs étrangères abonnées au timbre que les statistiques fiscales publiées ne permettent pas, après 1915, de distinguer de celui des valeurs françaises, voici, par année, le montant des intérêts produits par notre portefeuille étranger (fonds d'États et valeurs non abonnées) : de 1.600 millions en 1913, la déclaration de guerre et ses suites le réduisent à 1.300 millions ; en 1914 et à 1 milliard en 1915 ; une légère reprise se fait sentir en 1916 et 1917 qui accusent respectivement 1280 et 1.100 millions ; à la suite de la révolution russe et de la banqueroute des bolchevistes, une brusque et sensible chute porte le chiffre à 970 millions en 1918, mais l'armistice survient et les divers traités de paix, stipulant des restitutions et des réparations, le font

remonter à 1.330, 1.250 et 1.271 millions respectivement pour 1919, 1920 et 1921.

5° Des impôts, soit aggravés, soit nouvellement créés, sont venus frapper lourdement les revenus mobiliers et réduire sensiblement les revenus nets. La taxe sur le revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères abonnées, au taux de 4 % en 1913, est actuellement de 10 %, en même temps que la taxe annuelle représentative du droit de transmission sur les titres au porteur, qui était de 0.30 % sur le cours moyen de l'année précédente, a été portée à 0.50 %. Les fonds d'états étrangers et les valeurs étrangères non abonnées, exemptés jusqu'en 1914 de tout impôt français sur le revenu, ont été atteints par la loi du 29 mars 1914 d'une taxe, fixée alors à 5 % et maintenant à 12 %. Le produit de ces impôts sur le revenu des valeurs mobilières, qui s'élevait à 138 millions en 1913 a passé à 926 millions $\frac{1}{2}$ en 1921. Il faudrait y ajouter l'impôt global de superposition, qui frappe l'ensemble des revenus du contribuable et auquel sont soumis également les coupons des rentes et autres titres du Trésor français, exempts de toute retenue au cédulaire pour avoir une idée de l'importance des charges qui grèvent les revenus des capitaux mobiliers. Ceux-ci n'ont rien à envier sur ce point à la fortune immobilière, la seule imposée pendant de longues années.

6° Si nous avons constaté dans le montant du revenu des valeurs mobilières, comme dans l'ensemble des revenus du pays, une sensible augmentation, entre 1913 et 1921, nous avons aussi précisé le caractère de cette augmentation. Elle est *nominale*. La majeure partie de cet accroissement ne provient pas de sources productives et ne correspond pas à un supplément de véritables richesses. Elle est l'effet de la dépréciation des signes monétaires par lesquels elle s'affirme. Cette dépréciation elle-même provient de l'abondance des instruments de paiement, de billets de banque en l'espèce, appelée inflation fiduciaire, qui a eu pour résultat de diminuer le pouvoir d'achat de notre franc, qui n'est plus le même que celui de 1914. Si les milliards de cette année là sont, mathématiquement parlant, de la même valeur que ceux de 1921, ils leur sont bien supérieurs en matière économique et financière. C'est

cette différence qui constitue la mesure de la cherté de la vie. Tout le monde sait hélas ! pour s'en apercevoir chaque jour de la vie courante, que toutes choses ont en moyenne triplé et quadruplé, alors que le montant du revenu des valeurs mobilières a, avons nous vu, simplement accusé une augmentation de 2 1/2. Si donc, en valeur relative il y a ici augmentation, nous pouvons dire que la hausse parallèle des revenus et de la cherté de la vie n'ayant pas marché du même pas, cette augmentation a pu être purement nominale, bien mieux, a pu être au fond une diminution.

Et d'ailleurs pouvait-il en être autrement après une guerre de 4 années qui a apporté sur notre territoire tant de dévastations, dont la réparation sera longue et pénible. Alors que la destruction a causé des ravages partout et que ses atteintes n'ont épargné ni le travail que représentaient nos 1.500.000 morts et nos 2.000.000 de mutilés, ni même la terre, frappée de stérilité dans bien des endroits de l'immense champ de bataille, le capital, troisième élément de toute production, pouvait il échapper au sort des 2 autres ?

Ne soyons donc pas le jouet d'illusions et, derrière les signes qui les représentent, signes si profondément faussés depuis 9 ans, examinons les richesses véritables dont ils ne sont que l'image. Mais nous pouvons avoir confiance dans un accroissement réel de ces revenus, au fur et à mesure de la restauration économique de notre Pays qui montre déjà l'effort dont il est capable. Depuis trois ans, malgré les difficultés rencontrées sur la route et malgré la carence de notre principal débiteur, qui chicane pour payer les justes réparations qui nous sont dues, les résultats sont là pour montrer, s'il en est besoin, la vitalité de la France.

Pour que se produise une augmentation véritable du revenu du portefeuille français, il est nécessaire que soient réduits certains éléments qui le composent. Nous voulons parler des revenus tirés des valeurs de l'État français, dont l'accroissement est loin de répondre à une augmentation de richesses. Il s'agit là d'un simple déplacement d'argent ; ce que le Trésor paie entre les mains des rentiers, il le prend dans la poche des contribuables, et les deux ne sont souvent qu'une seule et même personne. C'est tout au

plus, ainsi que nous l'avons souligné, « une traite sur le travail futur et sur la future création de richesse ».

Ordinairement les crédits, inscrits au budget et correspondant aux arrérages de la dette à payer par l'État sont couverts par des impôts, c'est-à-dire par un prélèvement sur le revenu de la nation, et plus forts sont ces crédits et plus lourd est ce prélèvement sur les véritables richesses qui en sont diminuées d'autant. Il est donc désirable que, par le jeu des amortissements et des conversions, les intérêts de la dette soient réduits et que soit allégé le poids des impôts créés pour les payer, ce qui laissera disponible une plus grande part de capitaux pour l'activité économique du pays.

L'accroissement des revenus tirés des titres de Sociétés françaises travaillant en pleine activité industrielle et commerciale, par l'achat de matières premières, leur transformation en produits fabriqués et leur livraison à la consommation, est le meilleur indice d'une augmentation véritable de revenus. Certes, cet élément a plus que doublé entre 1913 et 1921, mais cela est dû aux énormes bénéfices réalisés et aux nombreuses émissions d'actions et d'obligations, conséquences de la hausse des prix et de l'inflation fiduciaire, des entreprises travaillant pour la Défense Nationale, en grande partie pour des fins destructives ou pour satisfaire uniquement à des besoins de consommation immédiate et stérile.

Enfin, un autre indice d'augmentation réelle du revenu des valeurs mobilières serait la reconstitution d'abord de notre portefeuille étranger, si profondément bouleversé par la guerre et la révolution russe. Ce sera là vraisemblablement l'œuvre du temps, car il ne faut guère songer présentement à effectuer d'importants placements à l'Étranger avec notre situation commerciale extérieure et avec la dépréciation de notre change.

Si lourde que soit la tâche à remplir et si lointaine encore que soit la perspective d'un retour à des conditions normales dans notre économie nationale, ne désespérons pas des forces de notre Pays, qui réussira patiemment, courageusement, à retrouver sa prospérité d'avant-guerre, grâce au labeur acharné de ses habitants et aux ressources inépuisables de son territoire,

II

Le placement en valeurs mobilières est, comme nous l'avons vu, par ses avantages, le plus répandu et le plus commode. Ceci explique qu'il ait laissé loin en arrière les autres et anciens modes de placement et qu'il soit l'objet de tant de faveurs. Il a été popularisé et prôné avant guerre dans de nombreux ouvrages (1) classiques mêmes, qui, en expliquant toutes les formes et modalités de la fortune mobilière, donnaient des conseils et des avertissements sur telle ou telle valeur à acquérir ou à laisser.

Les événements de ces dernières années ont été, dans ce domaine comme dans bien d'autres, une puissante leçon de choses, confirmant ou déroutant les prévisions faites. A la lumière des faits, d'une portée si grande, il faut examiner à nouveau cette question et la mettre au courant des aspects différents que présente la situation devant laquelle se trouvent maintenant les anciens porteurs de titres et les épargnants, gros et petits, en quête de placements.

Jetons d'abord nos regards sur le passé, et considérons les répercussions apportées par la guerre dans un portefeuille-type, composé d'une variété de valeurs choisies parmi celles qui, en juillet 1914, étaient considérées comme étant à la fois d'une sécurité indiscutable et d'un bon rendement moyen, soit 600.000 fr. de titres ainsi répartis :

I. — Rentes françaises	50.000
II. — Obligations Ville de Paris et du Crédit Foncier	100.000
III. — Obligations de chemins de fer	150.000
IV. — — industrielles	100.000
V. — Actions industrielles, chemins de fer et charbonnages	100.000
VI. — Valeurs étrangères à change	50.000
VII — — en suspension de paiement	50.000
	600.000

(1) « Que doit-on faire de son argent ? » Par M. Alfred Neymark, 1913. — « Comment choisir, comment gérer ses placements ? » Henri Lowenfeld, 1913. — « Pour gérer sa fortune », par Pierre des Essarts. — « L'art de placer et gérer sa fortune », par Paul Leroy, Beaulieu.

*Composition d'un portefeuille de 600.000 frs et estimation en capital et revenu net au nominatif
au 2 janvier 1914 et 3 janvier 1921.*

a) Titres à revenu variable

Actions Nord, P.-L.-M., Ouest, Banque France, Acières France, Creusot, Energ. Elect. du Lit. Médit., Eclair. chauf. Force Motrice, Mines d'Anzin, de Bruay

b) Titres à revenu fixe

Rentes Française 3 % perp.
Obl. Ville Paris 1904 21/2, 3 % 1910 (remb. à 400 fr), Foncières 3 % 1883, 3 % 1903,
Obl. Orléans 3 %, Midi 4 %, Nord 4 % 1902, Est 4 % 1912.

Obl. valeurs indust.: aciéries France 4 %, Chant. de la Loire 3 %, Thomson Houston 4 %, Eclair. chauf. force Motrice 4 %

c) Valeurs étrangères

A change — Espagne 3 % 1^{re} série, Japon 4 % 1905 — Suisse 3 % 1890
En suspension de paiement
Russie 4 % consolidé, Ottoman prior, 4 % 1902, Autriche 4 % 1876.

Capital au 2 janvier 1914	Revenu net glob. au nom 1913	Capit. au 3 janvier 1921	Revenu net glob. au nom. 1920
100.355	3.904.84	106.726	3.423.60
50.041	1.761.00	34.280	1.761.00
100.230	3.271.20	68.353	3.066.75
149.675	5.529.00	103.116	5.184.00
99.964	4.355.50	85.547	4.095.00
49.908	1.997.70	87.959	4.384.00
49.864	2.192.00,	16.236	
600.038	23.011	502.217	21.914(1).

(1) Extrait de « Situation comparée d'une fortune d'un million en 1914 et 1921 », de M. René Jarry. — Revue Politique et Parlementaire, mars 1921, page 477.

De ce tableau d'ensemble, il ressort une moins-value de 16.31 % en capital et de 4.77 % en revenu, dans l'estimation de ce portefeuille aux 2 dates considérées. Si nous examinons ces chiffres en détail, nous voyons se produire les phénomènes signalés plus haut, conséquences des tragiques événements de 1914 et justification du mouvement des revenus des valeurs mobilières françaises et étrangères, en France, de 1913 à 1921 : hausse des valeurs à revenu variable, baisse des valeurs à revenu fixe, plus-value en capital et revenu des valeurs étrangères à change, suspension de paiement des coupons afférents aux titres provenant des pays ex-ennemis et de Russie, réduction des intérêts payés par suite d'aggravation des impôts sur le revenu des valeurs mobilières.

Et maintenant nous croyons utile, comme conclusion pratique de cette étude, de donner, dans un aperçu sommaire, quelques notions générales sur les placements d'après-guerre. Nous disons placement et non pas spéculation, qui n'a rien à voir ici, parce que la spéculation est en grande partie un jeu, dépendant comme lui presque exclusivement du hasard, qui ne comporte l'observation d'aucun principe.

Rappelons d'abord que les valeurs mobilières peuvent présenter des écueils et des dangers, en contre partie quelquefois de leurs avantages. L'instabilité de leur capital est la conséquence des fluctuations incessantes des cours. A ce point de vue il est nécessaire de se garantir contre la dépréciation de la valeur intrinsèque d'un titre. Voici comment : « a première vue, le revenu des
« valeurs mobilières est représenté par le coupon qui, conformément
« à la définition même du dictionnaire, est engendré périodique-
« ment par le capital. Mais la valeur des titres n'est pas immuable...
« D'une façon générale, toute valeur mobilière offre des risques,
« les actions surtout, car aucune prospérité n'est éternelle et encore
« moins permanente. On a comparé avec raison à une mine d'or,
« à un porte-monnaie qui se vide, bien des entreprises, et notam-
« ment les concessions à durée limitée se trouvent dans des condi-
« tions semblables. De plus, la solidarité étroite qui lie toutes les
« valeurs produit des variations de cours et ainsi des changements
« de niveau persistants, indépendants de leur propriété intrinsèque,

« Le capitaliste qui ne consacrerait pas une fraction judicieuse des « coupons à l'amortissement risquerait donc fort d'amoindrir « son patrimoine. Car il peut arriver que le capitaliste constate « au bout de l'année que, même après avoir encaissé de copieux « dividendes, la diminution de son portefeuille surpasse le montant « des coupons touchés, de sorte qu'il s'est finalement appauvri. » (1)

Ces conseils de prudence et de sagesse peuvent être donnés aujourd'hui avec autant de véracité et les événements récents en ont encore accru le bien fondé. L'imprudence et l'ignorance sont causes souvent de nombreux déboires. On se jette sur la première valeur venue, sans connaître l'importance et la solidité de l'entreprise qu'elle représente. Il faut reconnaître qu'il est malaisé parfois, surtout pour une foule de petites gens mal familiarisés avec les termes techniques, d'apprécier la valeur d'une entreprise ou de faire des pronostics sur l'avenir d'une société et sur les événements susceptibles de se produire dans un pays. Il y a une part de chance. Mais d'une façon générale, il est bon de se renseigner sur la situation de l'entreprise dont on veut acquérir la valeur.

La loi a d'ailleurs, dans un but de protection de l'épargne, édicté certaines mesures de publicité, comme l'insertion obligatoire à un bulletin annexe du *Journal Officiel* des principales caractéristiques de l'émission effectuée avec un extrait des statuts de la Société et le bilan du dernier exercice. Mais, comme le disait justement M. Neymarek « s'il est aisé de se procurer un bilan, il peut être moins facile de le lire. Qu'est-ce au juste qu'un bilan ? Quelles indications peut-il fournir ? Quel degré de confiance doit-on attacher aux renseignements qu'on y trouve ? Ce sont là des points sur lesquels le public est généralement mal documenté » (2). Les difficultés d'application de la loi du 1^{er} juillet 1916, relative à l'impôt extraordinaire sur les bénéfices de guerre, a démontré

(1) « La réforme fiscale » étude de M. Charles Mannheim. — *Revue Politique et Parlementaire*, n° 229, juillet 1913, pages 84 et 85.

(2) « Les bilans dans les sociétés par actions. — Protection de l'Épargne. — Réforme de la législation sur les sociétés par actions ». Étude de M. Beliom. *Revue Politique et Parlementaire*, n° 29, juillet 1913, pages 471 à 483.

le caractère élastique d'un bilan et le degré de sincérité qu'on peut lui accorder. Dans ce cadre, il est facile de mettre ce que l'on veut et de masquer la véritable situation d'une entreprise.

C'est pour remédier à ces inconvénients que, déjà, en 1912, à la suite de quelques affaires mauvaises, le Gouvernement avait déposé un projet de loi pour obliger une Société à insérer dans ses statuts les conditions d'établissement de son bilan. C'est la même idée qui a inspiré la proposition de M. Fleury-Ravarin, déposée à la Chambre, le 29 avril 1921. A première vue l'unification de bilan et l'intervention de l'État en cette matière, comme dans beaucoup d'autres, ne peuvent pas donner de résultats satisfaisants. Il est préférable de laisser libre jeu à l'initiative privée qui est d'ailleurs aidée par des organisations compétentes, comme l'« Association des Porteurs français de valeurs mobilières, » instigatrice de nombreux comités de défenses de l'épargne nationale. Il faut signaler également le Comité des Experts comptables de Paris.

On a proposé — et l'idée serait excellente — de créer à l'exemple des « Chartered Accountants » en Angleterre et des sociétés fiduciaires qui existent depuis 20 ans en Allemagne et en Suisse une Association de comptables, agréés par le Ministre du Commerce et dont les Membres auraient pour mission de certifier les bilans qui pourraient alors représenter la vraie situation des entreprises. Il a bien été fondé dans ce but, en 1918, en France, une « Société fiduciaire française », mais ses opérations n'ont guère pris d'ampleur jusqu'à présent.

En ce qui concerne la répartition des bénéfices et la part allouée comme dividendes par les Assemblées générales, de graves abus ont été signalés sur l'importance exagérée des tantièmes distribués aux administrateurs au détriment des actionnaires. On cite les exemples suivants : avant la guerre, pour le canal de Suez, 30 administrateurs partageaient un million 500.000 à 2 millions, au Crédit Lyonnais 15 personnes reçoivent en 1912 11 millions sur 40 de bénéfices annoncés. Dans certaines entreprises coloniales enfin, ces dernières années, 706.000 francs allaient au Conseil, dont la moitié était touchée par deux personnes et 1.125.000

au capital (1). Bien souvent les actionnaires n'ont à s'en prendre qu'à eux-mêmes qui négligent d'assister ou de se faire représenter aux Assemblées générales dont les décisions ne sont que l'œuvre d'une minorité. Alors que bien des sociétés françaises distribuent avec beaucoup de parcimonie à leurs actionnaires la plus petite part de leurs bénéfices, la cote belge nous indique certaines valeurs donnant de gros dividendes, sans pour cela manquer de prudence et compromettre l'avenir de la situation financière de l'entreprise.

Quoiqu'il en soit, il faut, en matière de placements, compter surtout sur soi-même, agir avec prudence et en connaissance de cause, et, pour cela, s'inspirer des principes raisonnables et logiques.

La guerre a confirmé le grand principe, en matière de placements en valeurs mobilières, de la diversification des placements, qui n'est que l'application du vieux diction populaire : « Ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier » et qui a pour résultat de diminuer les risques en les répartissant dans des affaires différentes et de nature distincte. Ce principe en entraîne un autre, non moins raisonnable : la distribution géographique des placements ou l'achat de valeurs de pays divers. Le conflit de 1914 en a démontré l'avantage, et bien inspirés ont été ceux qui avaient investi leur capital soit dans des fonds d'États soit dans des titres d'entreprises de pays différents et éloignés les uns des autres. Quoique la guerre ait entraîné un grand nombre de nations et ait exercé son influence sur le monde tout entier, il y a certains coins qui ont profité des circonstances alors que d'autres en souffraient terriblement. Le capitaliste qui avait en portefeuille des valeurs américaines, japonaises, espagnoles, suisses et hollandaises par exemple, pouvait compenser les moins values subies sur ses titres français autrichiens, turcs, italiens ou russes.

Mais là aussi il y a des écueils à éviter et il est indispensable de ne pas se jeter sur les valeurs de n'importe quel pays. L'intérêt

(1) Chiffres cités par M. Maurice Dewavrín dans une étude sur la « défense de l'épargne française ». *Revue Politique et Parlementaire*, 1919-pages 52 à 66.

plus élevé qu'on obtenait souvent avant la guerre, dans certains pays étrangers, dispensait de l'examen de la valeur intrinsèque des titres choisis. En ne considérant que le revenu promis, on s'exposait ainsi à la perte du capital lui-même, et bien des exemples malheureux l'ont confirmé. Précisément, comme gage de sécurité, il est bon de ne s'intéresser qu'à des titres reposant sur des garanties réelles et comportant un remboursement prochain du capital.

Nous allons suivre maintenant l'application de ces principes de légitime défense et de prudence réfléchie dans l'examen des principaux groupes de valeurs à la bourse.

En ce qui concerne d'abord les valeurs françaises, les fonds d'État restent au premier rang, tant par les richesses du pays qui les gagent que par leur facilité de négociation, depuis que la liberté a été rendue au marché des rentes. La hausse de l'intérêt paraît avoir atteint son maximum et déjà même bien des symptômes de baisse se sont manifesté en même temps que les cours des valeurs à revenu fixe ont tendance à remonter. A ce point de vue notre vieux 3 % perpétuel et nos 4 % de guerre sont des plus intéressants par leur marge de hausse pour atteindre le pair, et se trouvent ainsi pour longtemps à l'abri des conversions. Par application d'un des principes énoncés ci-dessus, il ne faut pas négliger les rentes amortissables, le 3 % remboursable au pair et le 5 % 1920 avec 50 % de prime. On peut faire entrer dans cette catégorie les obligations de la Défense Nationale à échéance fixe, 5, 6 et 10 ans, qui assurent également au porteur le remboursement de son capital à date déterminée, en même temps qu'elles sont, depuis peu, cotées en bourse et aussi facilement négociables, et les Bons du Trésor, émis depuis 1921 et remboursables à diverses échéances moyennes, au gré du porteur. Nous ne parlons pas des bons de la Défense Nationale, emploi de l'épargne à court terme, qui conviennent à ceux qui veulent garder des fonds disponibles, tout en ne les laissant pas improductifs. Gros attrait de toutes ces valeurs : leur revenu est exempt de l'impôt cédulaire qui frappe les coupons des autres titres.

Sont à assimiler aux fonds d'État les obligations émises par le Crédit National et par les Sociétés et Groupements de sinistrés,

exonérées de tous impôts présents et futurs, jouissant de la garantie de l'État et dont le service de l'intérêt et de l'amortissement est assuré par l'inscription au budget d'annuités correspondantes, en vertu des lois des 31 juillet et 31 décembre 1920.

Peuvent entrer également, en toute sécurité, dans un portefeuille les obligations du Crédit Foncier, de la Ville de Paris, de certains Départements et Villes. Elles comprennent des titres différents ayant leur particularité propre. Pour le choix des émissions, il ne faut pas s'attacher au taux nominal élevé, mais plutôt à la forte marge de hausse avant le pair, comme c'est le cas pour le 3 %, et à la durée de l'amortissement pour profiter des chances de remboursement et des lots, s'il y a lieu.

Les emprunts des colonies françaises ne sont pas à dédaigner, mais il est indispensable de distinguer ceux qui jouissent de la garantie de l'État et ceux qui ne l'ont pas.

Les diverses catégories d'obligations de chemins de fer qui ont, comme toutes les valeurs à revenu fixe, subi une énorme dépréciation, demeurent intéressantes. La petite épargne peut toujours leur faire confiance. Pendant la guerre, on a créé les types de 5 % et 6 % et même des bons décennaux très rémunérateurs, mais les anciens types 3 % ont l'avantage d'avoir un marché extrêmement large et surtout de bénéficier d'une prime de remboursement considérable.

Les capitalistes ont, dans leur choix de ces titres sous la forme au porteur, à tenir compte des impôts et pour cela à procéder à certains calculs comparatifs.

Comme nous l'avons dit la prime de remboursement intervient fort heureusement pour compenser le faible rendement net des obligations à petit taux.

A signaler que le nouveau régime des chemins de fer, entré en application le 1^{er} janvier 1921, a liquidé une situation de passif très lourde pour les compagnies et permet d'assurer à ces dernières un relèvement et un avenir dont les obligations ne seront pas sans profiter.

Les actions, et en général les titres à revenu variable, ont moins le caractère de valeurs de placement pour prendre celui de valeurs

de spéculation. Néanmoins, un bon nombre d'actions peuvent avantageusement prendre place dans le portefeuille d'un bon père de famille.

Parmi celles là, nous citerons d'abord les actions de nos grandes compagnies de chemins de fer. Certes, depuis longtemps déjà avant la guerre elles subissaient une sensible dépression, qui n'a fait que s'accroître considérablement au cours de ces dernières années. La situation difficile de nos réseaux, que nous avons examinée plus haut, suffit à expliquer la chute des cours de ces valeurs qui a été de plus de 50 %. Sous le régime des conventions de 1883, c'est un élément de fortune française qui était en danger, mais on peut assurer qu'avec le nouveau régime, institué par la loi du 29 octobre 1921, un avenir intéressant se présente à cette catégorie de titres, si répandus dans les classes moyennes. Dorénavant, les actionnaires des grandes compagnies sont assurés d'un dividende minimum garanti, et ils ont la perspective de voir ce dividende accru par le jeu des primes de gestion et d'économie, comme le montrent déjà les résultats obtenus à la faveur de ce nouveau régime qui s'applique à l'exercice 1921 :

Compagnie	Actions de jouissance			Actions de capital		
	Int. garant.	Div. 1920	Div. 1921	Int. garanti.	Div. 1920	Div. 1921
Est	15.50	15.50	20	35.50	35.50	40
Lyon	35 »	35 »	40	55 »	55 »	60
Midi	25 »	25 »	25	50 »	50 »	50
Nord	38 »	38 »	46	54 »	54 »	62
Orléans	41 »	44 »	44	56 »	59 »	59

En ce qui concerne les actions de sociétés minières industrielles et commerciales, il faut être prudent dans le choix, car si quelques-unes sont sérieuses et solides, beaucoup demeurent aléatoires et constituent surtout des valeurs de spéculation. Cependant certaines grandes entreprises minières et métallurgiques offrent toute garantie, tant au point de vue stabilité du capital que continuité d'un revenu largement rémunérateur. Ici, plus que partout ailleurs peut-être, il faut se méfier de la réclame, de la publicité tapageuse et des

« tuyaux » prétendus de premier ordre. On ne doit pas se leurrer sur les résultats exceptionnels obtenus pendant la guerre par certaines entreprises et baser son choix sur des bénéfices réalisés au cours de la période 1915-1920 et passagers comme les événements qui les ont faits naître. Nous avons vu plus haut qu'à une ascension trop rapide des cours de leurs titres a succédé une dégringolade plus brusque encore. De toutes façons les valeurs de cette catégorie ont besoin d'être suivies, car une entreprise, quelle qu'elle soit, subit dans son activité et sa prospérité des fluctuations qui se répercutent un jour ou l'autre dans les cours de leurs actions.

Les mêmes conseils de prudence s'appliquent aux actions de banques parmi lesquelles il est indispensable de faire une sélection, si l'on ne veut pas courir défâcheuses mésaventures. Naturellement, des titres essentiellement nominatifs, comme ceux de la Banque de France, qui constituent un des placements autorisés pour le remploi des fonds des incapables, équivalent, en tant que sécurité, aux bonnes obligations dont nous avons parlé tout à l'heure.

La question des placements en valeurs mobilières étrangères a complètement changé d'aspect depuis la guerre. On peut dire, d'une façon générale, qu'on aura, pendant longtemps, à s'abstenir de cette catégorie de titres, quelque grands que soient les services qu'ils nous ont rendus et qu'ils sont susceptibles de nous rendre encore. Non seulement il est bon de réserver ses disponibilités pour l'État français et pour les entreprises nationales, à cette heure où les capitaux sont si nécessaires à la reconstitution économique du Pays, mais la situation de notre change et l'incertitude politique internationale sont suffisantes pour nous éloigner des placements extérieurs. Il est même recommandé de réaliser les fonds et valeurs des États qui, de par la place exceptionnelle que les événements leur ont faite, ont acquis une prospérité inespérée. Nous avons déjà signalé l'Espagne, dont la rente 4 % Extérieure a atteint des cours faisant prime de 100 à 150 % sur le pair. Il en est encore ainsi pour l'Amérique, l'Angleterre, la Suisse, la Hollande, les Pays Scandinaves dont la monnaie a haussé considérablement par rapport à notre franc. Les porteurs de titres de ces pays ont

là une occasion de réaliser dans des conditions qu'ils ne retrouveront certainement pas.

Pour les pays à change déprécié, leur situation nous commande la plus stricte abstention. On doit garder naturellement les valeurs des nations précédemment ennemies, pour lesquelles des clauses financières ont été prévues expressément dans les divers traités de paix signés avec les Alliés, en raison des avantages obtenus, qui ne sont d'ailleurs que la légitime réparation des pertes subies en capital et intérêts.

Quant à la Russie hélas ! nous sommes devant l'inconnu et jusqu'à présent aucune conférence n'a fait avancer d'une heure la reprise du paiement par les Soviets des dettes de l'ancien régime. On a étudié plus haut l'importance de cette catégorie de valeurs détenues par le portefeuille français. On ne peut, malgré tout, incriminer outre mesure le gouvernement français d'avoir poussé ses nationaux à l'achat de valeurs moscovites, encouragement donné dans un but politique, pour faciliter le rapprochement des deux pays. N'oublions pas que l'apport de nos capitaux a fait beaucoup pour l'alliance franco-russe et que celle-ci nous a permis pour une bonne part de remporter la première victoire de la Marne. La Russie est un pays essentiellement riche et dont l'exploitation est très fructueuse pour ceux qui s'y adonnent. Nos capitalistes faisaient donc une excellente affaire, en même temps qu'ils permettaient à nos ingénieurs de s'employer utilement là-bas dans un grand nombre d'entreprises. Les prophètes d'après coup sont mal venus de nous adresser des réprimandes et il était bien difficile de prévoir un bouleversement pareil dans cet immense pays. Tout au plus pouvait-on nous reprocher de méconnaître la fragilité politique de la Russie qui, sous quelque régime que ce soit, aura besoin des capitaux étrangers pour l'exploitation de ses grandes richesses latentes. Les centaines de milliers de porteurs de titres russes devront en tout cas s'armer d'une longue patience.

Il y a d'excellentes obligations étrangères de chemins de fer et d'entreprises industrielles, particulièrement aux États-Unis comme nous en avions avant guerre et encore en assez petit nombre et certains titres qui ont le précieux avantage de pouvoir être

alisés facilement sur les marchés étrangers, mais s'ils doivent attirer plus tard les capitalistes, nous ne pouvons penser à les acquérir. En ce moment, dans la situation où se trouve notre change, il faudra surtout, quand les circonstances plus favorables nous le permettront, choisir de préférence des valeurs négociables sur un large marché ou sur plusieurs marchés à la fois et qui, le cas échéant, seraient des précieux moyens de change. Si nous possédions avant guerre une grande part de valeurs exotiques dans notre portefeuille, combien hélas ! — les événements récents l'ont prouvé — nous étaients d'aucune utilité dans ce but, car certaines n'étaient même pas négociables dans leur pays d'origine.

Nous voudrions terminer cette rapide esquisse des placements en valeurs mobilières d'après guerre par une conclusion optimiste. Grâce à l'épargne, la France pourra, avec du temps et du labeur, panser les plaies que la guerre lui a faites et éviter la faillite, seule solution préconisée par ceux qui n'ont pas confiance en elle. Mais du moins faut-il que cette épargne, la moyenne et la petite épargne surtout, celle du bas de laine, soit renseignée et prudemment orientée. Les emplois de capitaux ne manquent point et nous avons vu que les émissions d'aujourd'hui atteignent annuellement des chiffres considérables, mais il ne faut pas se jeter, à l'aveugle, sur n'importe quel titre. Le mieux est, croyons-nous, de s'inspirer du passé et d'examiner les événements de la période tragique que nous venons de traverser et leurs profondes répercussions en la matière. L'étude théorique que nous avons faite du revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères, en France, de 1913 à 1921, paraît donc être profitable pour la pratique des placements, car c'est souvent par les faits que nous sont données les meilleures leçons

Vu le Président :

Charles RIST.

Vu le Doyen :

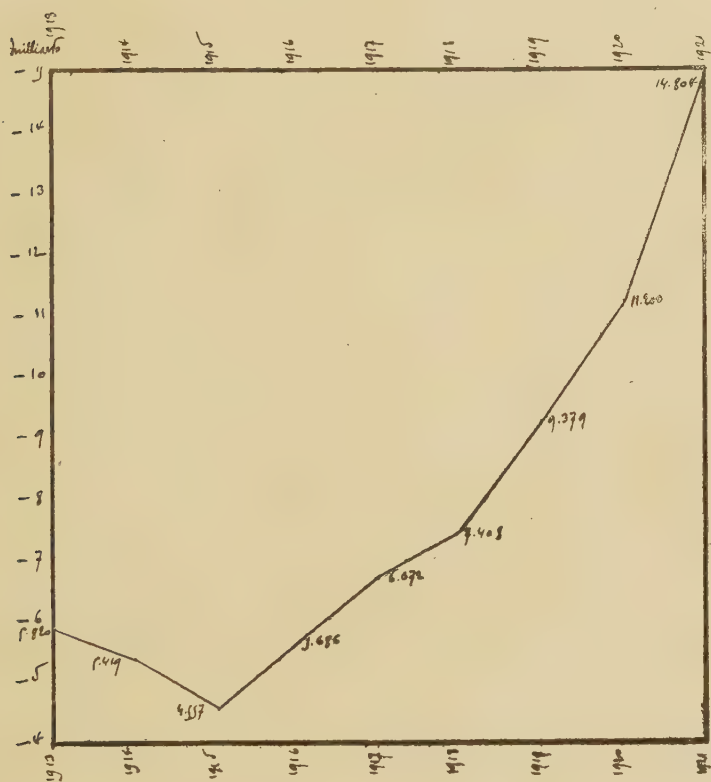
BERTHÉLEMY.

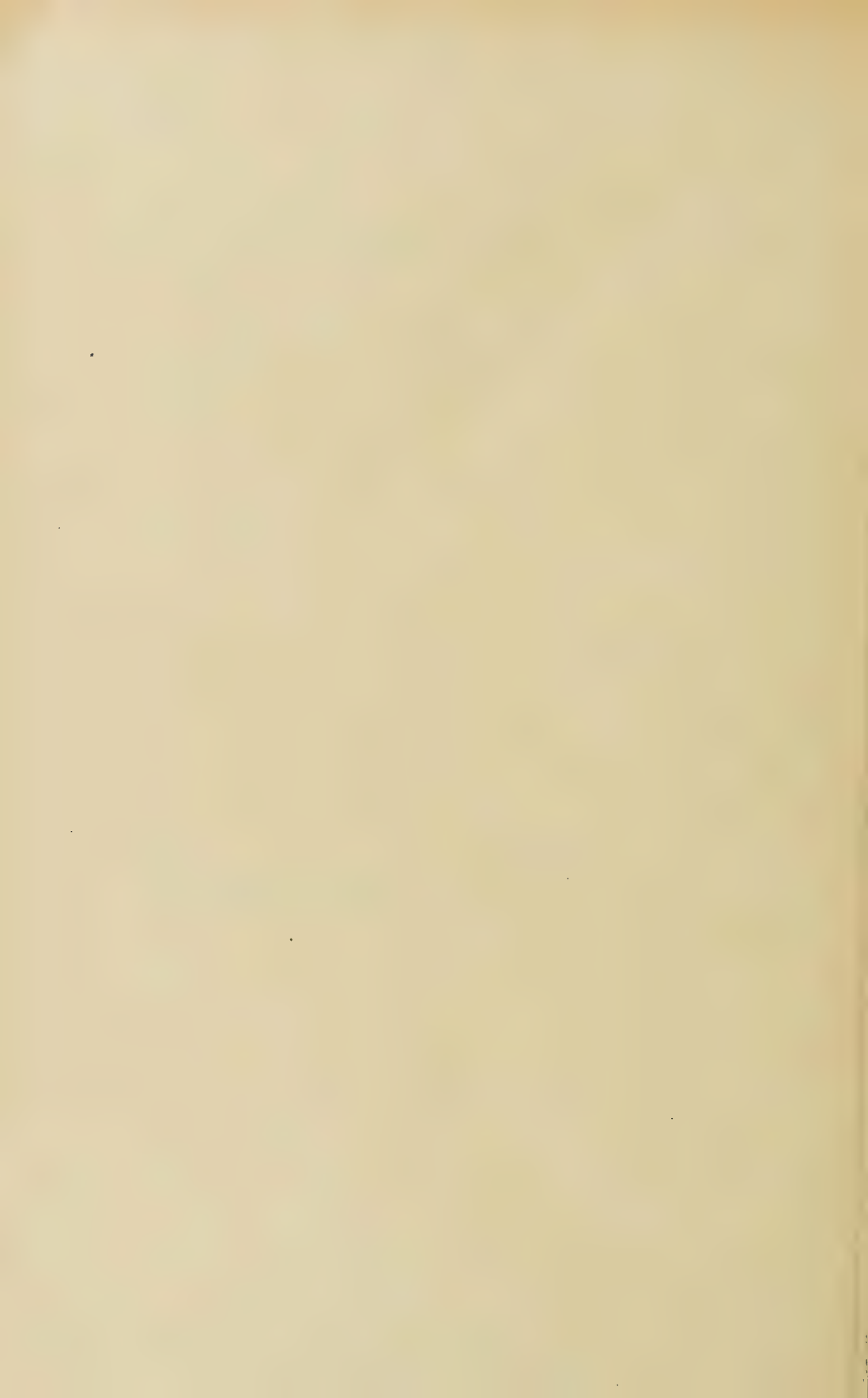
Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

P. APPEL.

Courbe du revenu des valeurs mobilières, françaises et étrangères,
en France, de 1913 à 1921





BIBLIOGRAPHIE

- Bulletin de statistique et de législation comparée du Ministère des Finances.
Années 1920 et 1921.
- Bulletin de statistique et de législation comparée de l'Administration de
l'Enregistrement, des Domaines et du Timbre. — (1912-1913 —
1914-1915 et 1916) — (1917-1918 et 1919)
- « Annuaire des Valeurs admises à la Cote Officielle — Années 1918-1921 »
publié par la Chambre Syndicale des Agents de Change près la Bourse
de Paris.
- Almanach Financier ROUSSET — 1921.
- Annuaire de la Cote DESFOSSES — 1920.
- Annuaire 1913-1914 de l'Office National de Valeurs Mobilières.
- Annuaire 1915-1920 de l'Association Nationale des porteurs Français de
Valeurs Mobilières.
- Code Financier — André NEUBERGER — 1920.
- Revue Politique et Parlementaire — Années 1913 à 1921.
- Revue d'Economie Politique — Années 1913 à 1921.
- Economiste Français — Années 1913 à 1921.
- Journal des Economistes — Années 1913 à 1921.
- Revue de science et de législation financière — Années 1913 à 1921.
- Economiste Européen — Octobre à Décembre 1918 — Années 1919 à 1922
et 1^{er} trimestre 1923.
- Moniteur des Intérêts Matériels — Années 1921 et 1922.
- Supplément Financier de « L'INFORMATION » — Années 1921 et 1922.
- La Revue Economique et Financière — Année 1922.
- Le « Rentier » du 27 Mars 1922.
- Rapport du Conseil d'Administration aux Assemblées Générales des Ac-
tionnaires du Crédit Lyonnais pour les années 1914 à 1920.
- Compte-rendu au nom du Conseil Général à l'Assemblée Générale des Ac-
tionnaires des opérations de la Banque de France pour les années
1914 à 1921.
- « Annuaire des sociétés par actions en Alsace-Lorraine, Luxembourg et
Sarre », publié par la Société Générale Alsacienne de Banque de Stras-
bourg, 2^e édition 1922.
- GIDE — Cours d'Economie Politique.
- JEZE — Cours de science et de législation financière.

G. CERFBERR de Medelsheim — « Le nerf de la guerre — Les ressources de la Défense Nationale ». — 1914-1916.

Raphaël Georges LEVY — « L'Initiation financière ».

Georges BONNET et Roger AUBOUIN — « Les finances de la France » 1921.

René PUPIN — « Richesse privée et finances françaises de l'avant-guerre à l'après-guerre » 1919.

Paul LEROY — BEAULIEU — « L'Art de placer et gérer sa fortune » 1920.

Jacques BAINVILLE — « Comment placer sa fortune » 1919.

Traité de Versailles — 28 juin 1919 — Edition Berger-Levrault — 1921.

Jacques ARTHUYS — « Le problème de la monnaie ».

Ch. RIST — Cours d'Economie Politique — Paris, doctorat 1920-1921.

HITIER — Cours de science des finances. — Paris, doctorat 1920-1921.

Loi du 16 Juillet 1921, relative au statut fiscal des régions libérées — Commentaire par M. P. Bayart.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION

Choix du sujet. — Notions générales sur les Valeurs mobilières.	7	27
---	---	----

CHAPITRE I^{er}

Détermination du revenu des valeurs mobilières, françaises et étrangères, en France, au cours des années 1913 à 1921	28	41
--	----	----

CHAPITRE II

Sources de cette augmentation de revenus.

SECTION I. — Émission par l'État de nombreux et gros emprunts pour subvenir aux dépenses occasionnées par la guerre.	42	53
SECTION II. — Accroissement des bénéfices réalisés par la plupart des entreprises ayant travaillé directement ou indirectement pour les besoins de la Défense Nationale. .	54	71
SECTION III. — Émissions croissantes de titres par les Sociétés commerciales et industrielles, particulièrement à partir de 1917 et depuis l'armistice.	71	81
SECTION IV. — Hausse du taux de l'intérêt des emprunts effectués tant par l'État que par les entreprises privées. .	82	93

CHAPITRE III

Répercussion de cette augmentation des revenus sur les cours des valeurs elles-mêmes.	94	98
I. — Hausse des Valeurs à revenu variable.		
II. — Baisse corrélative des valeurs à revenu fixe	98	108

CHAPITRE IV

Influence de certains faits, dus à la guerre, sur les mouvements du revenu des valeurs mobilières		
SECTION I. — Baisse de la valeur de la monnaie nationale vis à vis des monnaies étrangères. — La crise du change . . .	109	122
SECTION II. — Vente d'une grosse partie de notre portefeuille étranger	122	140
SECTION III. — Cessation de paiement des coupons par certaines Sociétés françaises, touchées par la guerre, par les pays ex-ennemis et surtout par la Russie.	141	162
SECTION IV. — Réintégration de l'Alsace-Lorraine à la France	162	169

CHAPITRE V

Le revenu des Valeurs mobilières et l'impôt.	170	187
--	-----	-----

CHAPITRE VI

Le revenu des Valeurs mobilières et les autres catégories de revenus	188	197
--	-----	-----

CHAPITRE VII

Conclusions théoriques et pratiques. — Les placements en Valeurs mobilières d'après-guerre.	198	217
BIBLIOGRAPHIE	219 et 220	
TABLE DES MATIÈRES	221 et 222	
